



EDUARDO SECCHI MUNHOZ

# Aquisição de controle na sociedade anônima

 Editora  
Saraiva

EDUARDO SECCHI MUNHOZ

# Aquisição de controle na sociedade anônima

2013

 Editora  
Saraiva

Rua Henrique Schaumann, 270, Cerqueira César — São Paulo — SP  
CEP 05413-909  
PABX: (11) 3613 3000  
SACJUR: 0800 055 7688  
De 2ª a 6ª, das 8:30 às 19:30  
saraivajur@editorasaraiva.com.br  
Acesse: www.saraivajur.com.br

#### FILIAIS

##### AMAZONAS/RONDÔNIA/RORAIMA/ACRE

Rua Costa Azevedo, 56 — Centro  
Fone: (92) 3633-4227 — Fax: (92) 3633-4782 — Manaus

##### BAHIA/SERGIPE

Rua Agripino Dória, 23 — Brotas  
Fone: (71) 3381-5854 / 3381-5895  
Fax: (71) 3381-0959 — Salvador

##### BAURUR (SÃO PAULO)

Rua Monsenhor Claro, 2-55/2-57 — Centro  
Fone: (14) 3234-5643 — Fax: (14) 3234-7401 — Baurur

##### CEARÁ/PIAUÍ/MARANHÃO

Av. Filomeno Gomes, 670 — Jacarecanga  
Fone: (85) 3238-2323 / 3238-1384  
Fax: (85) 3238-1331 — Fortaleza

##### DISTRITO FEDERAL

SIA/SUL Trecho 2 Lote 850 — Setor de Indústria e Abastecimento  
Fone: (61) 3344-2920 / 3344-2951  
Fax: (61) 3344-1709 — Brasília

##### GOIÁS/TOCANTINS

Av. Independência, 5330 — Setor Aleoporta  
Fone: (62) 3225-2882 / 3212-2806  
Fax: (62) 3224-3016 — Goiânia

##### MATO GROSSO DO SUL/MATO GROSSO

Rua 14 de Julho, 3148 — Centro  
Fone: (67) 3382-3682 — Fax: (67) 3382-0112 — Campo Grande

##### MINAS GERAIS

Rua Além Paraíba, 449 — Lagoinha  
Fone: (31) 3429-8300 — Fax: (31) 3429-8310 — Belo Horizonte

##### PARÁ/MAPÁ

Travessa Apinagés, 186 — Barista Campos  
Fone: (91) 3222-9034 / 3224-9038  
Fax: (91) 3241-0499 — Belém

##### PARANÁ/SANTA CATARINA

Rua Conselheiro Laurindo, 2895 — Prado Velho  
Fone/Fax: (41) 3332-4894 — Curitiba

##### PERNAMBUCO/PARAÍBA/R. G. DO NORTE/ALAGOAS

Rua Corredor do Bispo, 185 — Boa Vista  
Fone: (81) 3421-4246 — Fax: (81) 3421-4510 — Recife

##### RIBEIRÃO PRETO (SÃO PAULO)

Av. Francisco Junqueira, 1255 — Centro  
Fone: (16) 3610-5843 — Fax: (16) 3610-8284 — Ribeirão Preto

##### RIO DE JANEIRO/ESPÍRITO SANTO

Rua Visconde da Santa Isabel, 113 a 119 — Vila Isabel  
Fone: (21) 2577-9494 — Fax: (21) 2577-8867 / 2577-9565  
Rio de Janeiro

##### RIO GRANDE DO SUL

Av. A. J. Renner, 231 — Farrapos  
Fone/Fax: (51) 3371-4001 / 3371-1467 / 3371-1567  
Porto Alegre

##### SÃO PAULO

Av. Antártica, 92 — Barra Funda  
Fone: PABX (11) 3616-3666 — São Paulo

ISBN 978-85-02-18804-4

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Munhoz, Eduardo Secchi

Aquisição de controle na sociedade anônima / Eduardo  
Secchi Munhoz. — São Paulo : Saraiva, 2013.

Bibliografia.

1. Sociedades anônimas — Aquisição de controle 2.  
Sociedades anônimas — Leis e legislação — Brasil I. Título.

12-12840

CDU-347.725(81)

Índice para catálogo sistemático:

1. Brasil : Aquisição de controle : Sociedades  
anônimas : Direito comercial 347.725(81)

*Diretor editorial* Luiz Roberto Curia

*Gerente de produção editorial* Lígia Alves

*Editora* Thaís de Camargo Rodrigues

*Assistente editorial* Aline Darcy Flôr de Souza

*Produtora editorial* Clarissa Boraschi Maria

*Preparação de originais* Ana Cristina Garcia  
Maria Izabel Barreiros Bitencourt Bressan

*Arte e diagramação* Cristina Aparecida Agudo de Freitas  
Lais Soriano

*Revisão de provas* Rita de Cássia Queiroz Gorgati

Rita de Cássia S. Pereira

Marcus M. Facciolo

*Serviços editoriais* Vinicius Azevedo Vieira

Elaine Cristina da Silva

*Capa* Roney Camelo

*Produção gráfica* Marli Rampim

*Impressão* Barbra Gráfica

*Acabamento* Barbra Gráfica

**Data de fechamento da edição: 19-10-2012**

Dúvidas?

Acesse [www.saraivajur.com.br](http://www.saraivajur.com.br)

Nenhuma parte desta publicação poderá ser reproduzida por qualquer meio  
ou forma sem a prévia autorização da Editora Saraiva.  
A violação dos direitos autorais é crime estabelecido na Lei n. 9.610/98 e  
punido pelo artigo 184 do Código Penal.

*O primeiro livro foi para a Sofia,  
Clara ainda não existia.  
Agora, este é para a Clara:  
Sol intenso, que me ilumina.  
Ambos, porém, são das duas.  
Sofia e Clara, Clara e Sofia.*

## CAPÍTULO I

### QUADRO DE ANÁLISE: A REGULAÇÃO EM VIGOR

A aquisição de controle acionário no Brasil é disciplinada por normas que provêm de três fontes distintas: (i) a lei – Lei das S.A. e atos da CVM; (ii) a autorregulação<sup>1</sup> – normas da BM&FBOVESPA (especialmente,

---

1 No Brasil, trata-se de uma autorregulação mitigada, pois deriva de autorização legal e sujeita-se a ampla intervenção e fiscalização da CVM. Cabe à lei a disciplina da organização, funcionamento e operações das bolsas de valores e de mercadorias e futuros (art. 1º, IV e V, e art. 8º, § 1º, Lei nº 6.385/1976), sendo elas parte integrante do sistema nacional de distribuição de valores mobiliários (art. 15, IV, Lei nº 6385/1976). Embora a lei reconheça às bolsas de valores e de mercadorias e futuros autonomia administrativa, financeira e patrimonial, estabelece que estas operam sob a supervisão da CVM, a quem compete editar normas sobre sua constituição e extinção, sobre o exercício do seu poder disciplinar e sobre sua administração (art. 17 e art. 18, § 1º, alíneas c, d, h e f, Lei nº 6385/1976). A CVM, ao disciplinar as bolsas de valores e de mercadorias e futuros, reconhece o poder de autorregulação dessas entidades, mas disciplina detalhadamente o seu exercício, submetendo as normas respectivas à aprovação prévia e à intervenção da CVM (art. 14, caput e par. único, arts. 36 a 49 e art. 117, III e IV, Instrução CVM nº 461/2007). Nesse contexto, é precisa a qualificação jurídica das bolsas de valores como entidades privadas prestadoras de serviço público, cf. COMPARATO, F. Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação do seu objeto. *Revista de*



Regulamento do Novo Mercado); e (iii) os contratos – estatuto social das companhias.

A Lei das S.A. cuida do tema sob os títulos *Alienação de Controle*<sup>2</sup> e *Aquisição de Controle Mediante Oferta Pública*<sup>3</sup>.

No título *Alienação de Controle*, cuida da *Aprovação pela Assembleia Geral da Compradora*<sup>4</sup>. Nessas Seções, outorga<sup>5</sup> expressamente poderes à CVM para regulamentar a matéria<sup>6</sup>.

A CVM editou, entre outros atos, a Instrução CVM nº 361/2002<sup>7</sup>, que divide as ofertas públicas nas seguintes espécies<sup>8</sup>: (i) OPA<sup>9</sup> por aumento de participação; (ii) OPA por alienação de controle de companhia aberta; (iii) OPA voluntária; (iv) OPA para aquisição de controle de companhia aberta; e (v) OPA concorrente.

O Regulamento do Novo Mercado trata da matéria na Seção 8, sob o título *Alienação de Controle*, desdobrando a disciplina nas figuras

---

*Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 60, p. 45-63, 1985, p. 47. Sobre o poder de autorregulação das bolsas, cf. EIZIRIK, N. et al. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 197-211 e 227-232.

2 Arts. 254-A a 256, Seção VI, Capítulo XX.

3 Arts. 257 a 263, Seção VII, Capítulo XX.

4 Art. 256, que cuida de tutelar os acionistas da companhia aberta adquirente de controle de outra sociedade.

5 Art. 254-A, § 3º; e art. 257, § 4º, LSA. Cabe à CVM, ainda, regulamentar a oferta pública obrigatória decorrente de aumento de participação do acionista controlador que venha a prejudicar a liquidez das ações remanescentes (art. 4º, § 6º, e art. 4º-A, § 4º, LSA).

6 Sobre o poder normativo da CVM, cf. GUERREIRO. *Sobre o poder...*, cit., 1981; SALOMÃO FILHO. *Regulação...*, cit., 2008; YAZBEK. *Regulação...*, cit., 2009; SZTAJN. *Regulação...*, cit., 2004; ROCHA. *O poder...*, cit., 1986.

7 Como já apontado, sempre que houver referência à Instrução CVM nº 361/2002, consideram-se as alterações nela feitas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009 e 487/2010.

8 Art. 2º, Instrução CVM nº 361/2002.

9 A abreviatura OPA é utilizada pela Instrução CVM nº 361/2002 para referir-se a oferta pública de aquisição. Assim, a partir deste tópico, quando houver alusão às modalidades de oferta pública disciplinadas pela regulação brasileira, será utilizada tal abreviatura.

denominadas *Contratação de Alienação de Controle da Companhia* (item 8.1) e *Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações* (item 8.2)<sup>10</sup>. Para a interpretação desses dispositivos, são relevantes as definições constantes do Regulamento de *Acionista Controlador, Ações de Controle, Alienação de Controle da Companhia e Poder de Controle*. É de se esclarecer que a análise sobre o plano da autorregulação centra-se nas normas do Novo Mercado<sup>11</sup>, porque estas importam em efetiva modificação do regime legal e, ainda, porque o fenômeno da dispersão acionária é particularmente relevante nesse segmento<sup>12</sup>.

No plano contratual, tornou-se prática amplamente difundida a inclusão nos estatutos sociais das companhias da OPA por atingimento de participação mínima<sup>13</sup>. Essa modalidade de cláusula estatutária<sup>14</sup>, em muitos casos, vem acompanhada de outras que têm por objetivo impedir sua modificação ou supressão. Em virtude do seu grau de difusão e da importância que podem exercer nas companhias com capital pulverizado, devem ser abordadas juntamente com as normas provenientes da regulação e da autorregulação.

Essas normas, originadas da lei (Lei das S.A. e Instrução CVM nº 361/2002), da autorregulação (Novo Mercado) e dos contratos (OPA estatutária obrigatória), compõem a regulação brasileira sobre a aqui-

---

10 O Regulamento cuida, ainda, de outras ofertas obrigatórias: (i) para cancelamento de registro de companhia aberta (item 10.2); (ii) decorrente da saída da companhia do Novo Mercado (item 11.2); e (iii) decorrente da alienação de controle da companhia no prazo de até um ano após a saída do Novo Mercado (item 11.7).

11 O Regulamento do Nível 2 segue orientação análoga à do Novo Mercado, com a diferença de que os acionistas preferencialistas recebem valor equivalente a 80% do preço pago aos titulares de ações ordinárias no caso de alienação do controle (item 8.1.3). O Regulamento do Nível 1 não traz normas especiais sobre aquisição de controle acionário, de modo que se aplica às companhias nele listadas o regime legal próprio das companhias abertas em geral.

12 Cf. Parte I, Capítulo III, supra.

13 Cf. Parte I, Capítulo III, supra e Parte III, tópico I.C., infra.

14 *Poison pill brasileira* é a designação adotada por ZANINI. *A poison...*, cit., 2011; *poison pill estatutária*, a adotada por CARVALHOSA. *As poison...*, cit., 2009.



sição de controle acionário. Sem considerá-las em seu conjunto, não é possível depreender o seu sentido geral, nem determinar seus efeitos econômicos e sociais. Cabe, agora, analisá-las descritivamente, divididas segundo as fontes das quais provêm.

## I.A. LEI DAS S.A. E INSTRUÇÃO CVM Nº 361/2002

Numa primeira aproximação, é possível depreender que a Lei das S.A. divide-se entre a disciplina da alienação de controle e da aquisição de controle mediante oferta pública. A diferença entre os institutos está bem delimitada nas Seções VI e VII, do Capítulo XX, da Lei das S.A.<sup>15</sup>.

O art. 254-A cuida do negócio típico de alienação de controle, ou seja, aquele em que parte ou a integralidade das ações (ou de outros títulos previstos no seu § 1º) componentes do bloco de controle (entendido como tal aquele que confere ao seu titular o poder de controle) é transferida onerosamente do acionista controlador para outra pessoa (acionista, ou não), resultando daí a modificação da titularidade do poder de controle<sup>16</sup>.

Já o art. 257 cuida do negócio de aquisição de controle mediante oferta pública, ou seja, aquele pelo qual o adquirente, por meio de oferta pública, adquire do conjunto de acionistas quantidade de ações suficiente para lhe conferir o poder de controle. Esse negócio, para ter sucesso na prática, depende do elemento dispersão acionária<sup>17</sup>.

15 Cf. BULHÕES PEDREIRA. Alienação de controle e incorporação de instituição financeira. In: BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO. *A Lei das S.A.*, cit., 1992, p. 757-758.

16 Cf. GUERREIRO, J. Sociedade anônima. Reorganização societária. Alienação de ações. Alienação de controle direta e indireta: inocorrência. Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 45, p. 206-223, 2009, p. 208: "A alienação de controle a que faz referência o art. 254-A da Lei 6.404/1976 foi concebida como negócio típico, isto é, como negócio que, para atingir sua finalidade e produzir seus efeitos, deve preencher os requisitos do tipo de que faz parte".

17 Cf. LOBO, C. Oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta. In: LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. *Direito...*, cit., 2009, p. 2031-2044, p. 2032: "Quando a maioria das ações com direito a voto encontra-se em circulação, dispersa

A Instrução CVM nº 361/2002 prevê, para cada um dos referidos negócios societários, uma oferta pública de aquisição específica: (i) a OPA por alienação de controle (254-A, Lei das S.A.); e (ii) a OPA para aquisição de controle (art. 257, Lei das S.A.)<sup>18</sup>.

A despeito de a Lei das S.A. endereçar tratamento próprio a ambos os institutos, a doutrina e a jurisprudência, até recentemente, dedicaram atenção especial ao tema da alienação de controle. Afinal, dada a ausência de dispersão e, pelo contrário, a presença de elevado nível de concentração do capital votante<sup>19</sup>, os negócios de aquisição de controle acionário restringiam-se às alienações. Por isso, o art. 254, ao tempo em que vigorou, e o art. 254-A protagonizaram os debates, ao sabor do vaivém da política normativa sobre a matéria<sup>20</sup>.

De outra parte, a seção da lei sobre aquisição de controle mediante oferta pública permaneceu em longa hibernação, até que ganhasse vida<sup>21</sup>, em razão do acelerado desenvolvimento do mercado de capitais,

---

no mercado, o poder de controle pode ser tomado através de uma oferta pública de aquisição de ações (OPA), a despeito ou mesmo contra a vontade de quem detém o controle da companhia. (...) A aquisição é originária, pois o bloco de controle não é transmitido ao adquirente como uma universalidade previamente existente em outro patrimônio: é criado pelo próprio adquirente com a reunião das ações adquiridas através da oferta pública".

18 PRADO, em *Oferta...*, cit., 2005, p. 43, denomina a OPA por alienação de controle de OPA *a posteriori* e a OPA para aquisição de controle de OPA *a priori*. É melhor dizer, porém, que a OPA por alienação é simultânea, pois constitui requisito do negócio de alienação, sendo parte integrante dele.

19 Mesmo nas companhias com maior dispersão do capital, em virtude de tal dispersão decorrer da emissão de ações preferenciais sem direito a voto (no limite de até 2/3 do total de ações até 2001 e, a partir de então, de até 50% desse total), o capital votante, em geral, sempre foi extremamente concentrado. Cf. Parte I, Capítulo III, *supra*.

20 A respeito da revogação do art. 254 da Lei das S.A. pela Lei nº 9.457/1997 e a introdução do art. 254-A pela Lei nº 10.303/2001, cf. SALOMÃO FILHO, C. Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas. In: SALOMÃO FILHO. *O novo...*, cit., 2006, p. 128-151; PRADO. *Oferta...*, cit., 2005, p. 92-100; e PENTEADO, M. A Lei nº 9.457 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários. In: BULGARELLI, W. (Org.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Pioneira, 1998, v. 1, p. 9-82.

21 Há outros institutos da Lei das S.A. que, tendo permanecido como letra



acompanhado de tendência de maior dispersão acionária, verificados no Brasil a partir de 2004<sup>22</sup>. Em vista de sua importância crucial para o direito societário brasileiro nos dias atuais, foi alvo central de preocupação da Instrução CVM nº 487/2010, ao alterar a redação da Instrução CVM nº 361/2002.

Cabe, portanto, nos próximos tópicos, estudar esses dois negócios societários típicos. Ao final, será abordada a tutela dos acionistas da companhia compradora, conferida pelo art. 256 da Lei das S.A.

### I.A.1. ALIENAÇÃO DE CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA: A OFERTA OBRIGATÓRIA

O negócio de alienação de controle de companhia aberta e a oferta obrigatória de aquisição, dele integrante, desde a redação original da Lei das S.A., constituem os instrumentos adotados pela lei brasileira para atender ao princípio do tratamento igualitário<sup>23</sup>. É importante conhecer a evolução histórica do instituto, para compreender o momento atual de sua interpretação e, mais do que isso, avaliar sua capacidade de atender ao objetivo desde o início visado.

#### I.A.1.a. EVOLUÇÃO HISTÓRICA: REGRA DE MERCADO E TRATAMENTO IGUALITÁRIO

A origem remota da preocupação de tutelar os acionistas não controladores em operações de alienação de controle pode ser encontrada no final dos anos 1960 e início dos 1970, quando se verificou

---

morta por décadas, ganharam vida nos últimos anos, como é o caso da incorporação de ações (cf. EIZIRIK, N. Incorporação de ações: aspectos polêmicos. In: WARDE, W. *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 78-99). Isso demonstra a rara capacidade, dos autores do anteprojeto, de antecipar-se às exigências do futuro.

22 Cf. Parte I, Capítulo III, supra.

23 Sabe-se que BULHÕES PEDREIRA prefere a expressão *tratamento equitativo* para aludir à norma do anteprojeto ou a que ficou estabelecida no art. 254-A, por haver diferença entre o valor da ação do controlador em relação às demais. Neste livro, porém, será utilizada a palavra *igualitário* para todas as hipóteses. Cf. *Alienação de controle e incorporação de instituição financeira...*, cit., 1992, p. 750.

no Brasil um intenso movimento de concentração das instituições financeiras, em boa parte estimulado pelo Estado, preocupado em modernizar e fortalecer o setor. A Lei das S.A. de 1940, embora regulasse os negócios de incorporação e fusão, não disciplinava a aquisição de controle acionário. Assim, foram comuns operações de incorporação de instituições financeiras, precedidas da compra do seu controle acionário. Houve uma série de abusos nessas operações, com o recebimento de ágios elevadíssimos pelos vendedores do controle, ao custo de pesados prejuízos para os investidores do mercado<sup>24</sup>.

Diante desse quadro, quando da apreciação do projeto que se converteu na Lei das S.A. de 1976, houve aceso debate no Congresso Nacional a respeito da proteção dos não controladores nas operações de alienação de controle<sup>25</sup>.

O projeto de lei, em sua redação original, não contemplava a regra de tratamento igualitário<sup>26</sup>. Esta, porém, foi inserida nos arts. 254 e 255, por meio da Emenda Lehmann. Adotou-se a fórmula de, no caput do art. 254, condicionar a alienação de controle de companhia aberta à autorização da CVM e, no seu § 1º, atribuir a esta o dever de zelar para que fosse assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante a formulação de simultânea oferta pública para a aquisição das ações de sua propriedade<sup>27</sup>.

---

24 Cf. CARVALHOSA, M. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: Ibmecc, 1979, p. 113: "Chegou-se ao ponto de os controladores dos bancos que seriam absorvidos adquirirem em bolsa, dos minoritários, ao preço ínfimo que sempre mantiveram para as ações do setor, enormes lotes, para, em seguida, revendê-los aos bancos adquirentes do controle a um preço já anteriormente contratado que, em geral, era 10 vezes maior".

25 Sobre o histórico da aprovação da Lei das S.A. no tocante a esses dispositivos, cf. PEREIRA. *Alienação...*, cit., 1995, p. 149-164; CARVALHOSA. *Oferta...*, cit., 1979, p. 112-130; TELXEIRA, E. e GUERREIRO, J. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, v. 2, p. 733-736; PRADO. *Oferta...*, cit., 2005, p. 84-92.

26 Cf. LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. *A Lei das S.A.*... cit., 1992, p. 247-248.

27 A redação do art. 254 da Lei das S.A., resultante dessa emenda, era: "Art. 254 A alienação do controle de companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários. § 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para



Nasceu, assim, no direito brasileiro, a oferta obrigatória decorrente de alienação de controle de companhia aberta. Mas já o fez de forma torta, num prenúncio do que o futuro a reservaria. É que a Emenda Lehmann, ao modificar o texto do projeto, cometeu uma impropriedade, confundindo os institutos da alienação de controle e da aquisição de controle mediante oferta pública, ao cuidar de oferta parcial para aquisição de controle no § 2º do art. 254<sup>28</sup>.

Esses dispositivos foram regulamentados, logo após a edição da Lei das S.A., pela Resolução nº 401/1976 do Conselho Monetário Nacional (CMN)<sup>29</sup>. Tais normas vigoraram por duas décadas, suscitando numerosas polêmicas<sup>30</sup>. Foi, assim, um dos temas de direito societário mais estudados pela doutrina, tendo sido objeto de inúmeros precedentes administrativos e judiciais.

Em 1997, o art. 254 e os §§ 1º e 2º do art. 255 (que estendiam a mesma regra do art. 254 às companhias abertas dependentes de autorização governamental para exercer suas atividades) foram revo-

gados pelo art. 6º da Lei nº 9.457/1997. A razão que determinou a revogação dos dispositivos é conhecida. Como já mencionado, o Brasil implementava, na oportunidade, plano de desestatização de diversas companhias, sendo objetivos do programa a venda do controle para grupos privados capazes de implementar projetos de investimento de longo prazo e a maximização do valor recebido pelo Estado, com a finalidade de reduzir a dívida pública. Para atingir esses objetivos, a revogação da regra do tratamento igualitário foi benéfica ao Estado acionista controlador, pois permitiu-lhe capturar integralmente o prêmio de controle e, ainda, atrair maior número de interessados, em vista da redução do custo da operação, decorrente de não ser obrigatória a aquisição da integralidade das ações da companhia<sup>31</sup>.

No período em que vigorou a regra de mercado (1997 a 2001), foram realizadas diversas operações com o pagamento de prêmios muito elevados aos controladores. Os não controladores permaneceram com ações com baixa liquidez, ou receberam, em ofertas formuladas pelo novo controlador, preços substancialmente menores do que o valor pago pelas ações de controle<sup>32</sup>. Para o mercado de capitais bra-

---

aquisição de ações. § 2º Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública”.

- 28 Cf. BULHÕES PEDREIRA. Alienação de controle e incorporação de instituição financeira..., cit., 1992, p. 758: “ainda que a oferta seja precedida de negócio com o acionista controlador, esse negócio não é de alienação de controle, mas, no máximo, cria para o acionista controlador a obrigação de aceitar a oferta pública a ser realizada, submetendo-se, se for o caso, ao rateio da oferta por todos os aceitantes”. Ainda a respeito, cf. PEREIRA, Alienação..., cit., 1995, p. 189-191, p. 191: “Pode-se, portanto, concluir que o art. 254 previu não apenas duas soluções para um mesmo problema, mas duas estruturas de negócios completamente diversas: de um lado, a transferência negocial do controle, verdadeira alienação, e, de outro, uma oferta pública para formação de bloco originário de controle”.
- 29 Sobre a controvérsia a respeito da regulamentação do dispositivo pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que teria sido fruto da pressão exercida pelos grupos contrários à regra do tratamento igualitário, cf. PEREIRA. Alienação..., cit., 1995, p. 181-182.
- 30 Entre outras, sobre a determinação do conceito de minoritários para estabelecer os destinatários da oferta, sobre a aplicação da oferta à alienação indireta de controle e sobre a definição da extensão do tipo alienação de controle (v.g., cessão onerosa de preferência para subscrição de ações em aumento de capital, cessão onerosa de ações vinculadas a acordo de acionista etc.).

- 
- 31 Sobre a eliminação da OPA por alienação de controle pela Lei nº 9.457/1997, cf. PENTEADO. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 76, p. 16-25, 1989, p. 20-21: “é possível apontar, desde logo, seu defeito basilar: as fórmulas mais importantes que contém (pertinentes ao direito de retirada e à oferta pública de ações) visam essencialmente solucionar entraves que se antepunham aos processos de privatização das empresas estatais, problema tópico, conjuntural e localizado, cujo equacionamento não requeria, evidentemente, a mudança da regra geral de regência de todas as sociedades por ações existentes no País”.
  - 32 Apontando a existência de prêmios de controle muito elevados, pagos entre 1997 e 2001, cf. ANDREZZO, A. A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária – efetivo avanço? Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 130, p. 161-179, 2003; cf., ainda, analisando dados da mesma pesquisa, realizada pela Economatica, PARENTE, N. Principais inovações introduzidas pela Lei n. 10303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, J. (Coord.). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 39: “Dados da Economatica mostram que a Ceval, alienada em novembro de 97, teve um prêmio de controle de 368%; a Tibrás, de 508%; a Iven, de 1.106%; e a Manah, de 501%”.



sileiro, portanto, é inegável que a regra de mercado produziu, nesse período, efeitos altamente negativos, sendo apontada como um dos fatores do seu subdesenvolvimento<sup>33</sup>.

Por isso, a reintrodução do tratamento igualitário no sistema da lei brasileira passou a ser defendida, de forma quase unânime, o que efetivamente se deu, em certa medida, com a edição da Lei nº 10.303/2001, mediante a inserção do art. 254-A à Lei das S.A., hoje em vigor<sup>34</sup>.

#### **I.A.1.b. OFERTA OBRIGATÓRIA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE**

O art. 254-A da Lei das S.A., a exemplo de seu antecessor histórico, baseou-se na (i) oferta obrigatória; e na (ii) alienação de controle.

A oferta obrigatória de aquisição das ações dos demais acionistas é o instrumento adotado para a concretização do princípio do tratamento igualitário. O fato que deflagra a obrigatoriedade da oferta é a alienação de controle. Daí a relevância de definir o sentido e o alcance do conceito de *alienação de controle*, que tem sido tão discutido no direito brasileiro.

O art. 254-A apresenta diferenças significativas em relação ao revogado art. 254<sup>35</sup>. Primeiro, o fato, agora expresso no dispositivo, de que a oferta pública de aquisição dirige-se apenas aos acionistas com direito a voto<sup>36</sup>. Segundo, a inclusão na *fattispecie* legal da alienação

indireta de controle<sup>37</sup>. Terceiro, o reconhecimento do valor econômico do controle, ao estabelecer que os acionistas não controladores têm direito ao recebimento de importância equivalente a 80% daquela paga por ação integrante do bloco de controle. Ao contrário do sistema anterior, portanto, não adotou o tratamento igualitário na sua integralidade, diferenciando-se *valor das ações de controle* e *valor das ações de titularidade dos não controladores*.

O negócio de alienação de controle deve estruturar-se segundo o tipo previsto no art. 254-A. A obrigação de formular oferta pública constitui condição legal da realização do negócio, apresentando-se como “elemento essencial do tipo ‘alienação de controle de companhia aberta’, pois é justamente ela que, em termos jurídicos, diferencia esse negócio da simples compra e venda de ações”<sup>38</sup>.

O negócio não se realiza por um único ato, mas obedece a um “procedimento vinculado ou formal, de formação sucessiva”<sup>39</sup>, característica que fica bem destacada na modalidade *alienação de controle por etapas*, expressamente prevista no art. 29, § 4º, da Instrução CVM nº 361/2002: “*entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações...*” (destaques nossos).

Ainda, não se deve confundir o negócio de alienação de controle com uma simples compra e venda de ações, pois, juntamente com os títulos acionários adquiridos, alinha-se o poder de comandar as atividades da companhia, ou seja, o poder de controle, bem econômico distinto qualitativamente das ações de sua emissão<sup>40</sup>.

33 Cf. MB ASSOCIADOS. *Desafios...*, cit., 2000; SANTANA, M. *The Novo Mercado*. In: SANTANA, M. ARARAT, M., ALEXANDRU, P., Yurtoglu, B. e CUNHA, M. *Novo Mercado and its followers: case studies in corporate governance reform*. Washington, DC: International Finance Corporation, 2008, p. 9-10.

34 Com diversos artigos a respeito do tema, cf. LOBO, J. (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002; CORRÊA-LIMA, O. *Sociedade anônima*. 3. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 274-281.

35 Cf. GUERREIRO. *Sociedade...*, cit., 2009, p. 209.

36 Essa era uma questão polêmica no sistema anterior. Cf. WALD, A. *Do desca- bimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 45, p. 7-19, 1982; CARVALHOSA, M. e EIZIRIK, N. *A nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva,

2002, p. 384-410.

37 Outra questão polêmica no sistema anterior, confira-se CANTIDIANO, L. *Alienação e aquisição de controle*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 59, p. 56-67, 1985.

38 Cf. GUERREIRO. *Sociedade...*, cit., 2009, p. 211.

39 Cf. PENTEADO, M. *Apontamentos...*, cit., 1989, p. 22. A comparação cabível é com a natureza jurídica do aumento de capital, cf. PENTEADO, M. *Aumentos de capital das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988.

40 Cf. COMPARATO. *O poder...*, cit., 1983, p. 218: “É nesse ponto que aparece a realidade específica do poder de controle societário, inconfundível com as próprias ações cedidas. A cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 48% dessas ações, não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa do objeto. Essa diferença



O art. 254-A, ao estabelecer os elementos do negócio de alienação, procurou solucionar questões polêmicas debatidas no período de vigência do art. 254, consagrando a orientação dominante, a respeito delas, em precedentes da CVM. Isso explica a definição expressa de que a OPA por alienação de controle aplica-se apenas às ações com direito a voto e a de que incide no caso de alienação indireta de controle<sup>41</sup>.

No § 1º, está prescrito que caracteriza alienação de controle a transferência, direta ou indireta, de: (i) ações integrantes do bloco de controle; (ii) ações vinculadas a acordo de acionistas; (iii) valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto; (iv) cessão de direitos de subscrição de ações; e (v) outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações. Em sua parte final, qualifica essa transferência onerosa de ações (ou dos títulos e direitos antes referidos<sup>42</sup>) pelo fato de que “venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade”.

Significa, portanto, que “alienação de controle” é a transferência de ações que “venha a resultar na alienação de controle”. A tautologia em que incide o dispositivo é patente. Evidencia, porém, o conflito em que se encontrava o legislador. Desejava desprender-se do tipo *alienação de controle*, ao dar ênfase ao resultado da operação, mas não teve coragem, ou técnica, para fazê-lo. Sobre isso, considerações mais pormenorizadas virão no Capítulo II, infra.

O fato é que a parte final do dispositivo (tautológica ou não) e a referência a *ações integrantes de bloco de controle* levaram a que se atribuisse ao tipo *alienação de controle* previsto no art. 254-A interpretação mais ampla

---

de 2% não é apenas numérica, pois importa a alienação de outro bem econômico, diverso dos títulos acionários. No primeiro caso, alinha-se com a maioria das ações votantes o poder de decidir e comandar a sociedade em última instância”.

41 Sobre a jurisprudência do período de vigência do art. 254, cf. WALD, A. Considerações sobre a aquisição e alienação de controle societário: o estudo da jurisprudência. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, n. 691, p. 14-25, 1993.

42 Doravante, ao se cuidar da alienação de controle, a menção será sempre à transferência de ações, devendo-se entender, porém, que abrange os outros títulos e direitos relacionados no § 1º do art. 254-A da LSA, bem como no § 4º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/2002.

do que a conferida ao art. 254. Passou a prevalecer o entendimento de que são abrangidas pelo tipo legal operações que não se restringem ao modelo clássico de alienação e compra de controle, qual seja, “negócios jurídicos de transmissão da propriedade do conjunto das ações ou quotas que asseguram o controle da sociedade”<sup>43</sup>.

No regime original da Lei das S.A., conforme expresso nos incisos II e III da Resolução nº 401/1976<sup>44</sup>, exigia-se, para a caracterização da alienação de controle, que o alienante transferisse o conjunto das ações de sua propriedade ao novo controlador. Vale dizer, o objeto do negócio eram ações suficientes, por si só, para conferir ao seu titular o poder de controle. Trata-se, sem dúvida, de orientação mais técnica e objetiva para a conceituação do negócio.

Contudo, já quando da vigência do art. 254, parte da doutrina<sup>45</sup> e, posteriormente, a jurisprudência da CVM, passaram a interpretar ampliativamente *alienação de controle*, de modo a abranger operações nas quais o conjunto de ações de controle não era transferido pelo seu

---

43 Cf. BULHÕES PEDREIRA, J. Alienação de controle de companhia aberta. In: LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. *A Lei das S.A.*, cit., 1992, p. 691-716, p. 693.

44 A redação era a seguinte: “II – Entendem-se por alienação do controle da companhia aberta, para efeito do disposto no art. 254, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e desta Resolução, o negócio pelo qual o acionista controlador (artigo 116 da Lei nº 6.404), pessoa física ou jurídica, transfere o poder de controle da companhia mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; III – Se o controle da companhia é exercido por grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, nos termos do art. 113 da Lei nº 6.404, de 15.12.76, ou sob controle comum, entendem-se por alienação de controle o negócio pelo qual todas as pessoas que formam o grupo controlador transferem para terceiro o poder de controle da companhia, mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhes assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia” (destaques nossos).

45 O mais destacado defensor desse entendimento, desde a edição da Lei das S.A., abrindo caminho para o processo de interpretação ampliativa do dispositivo no direito brasileiro, é CARVALHOSA. *Oferta...*, cit., 1979, p. 140; e *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, 4º v., t. II, p. 140-187.



titular<sup>46</sup>. Essa interpretação ampliativa veio a consolidar-se na jurisprudência da CVM com o advento do art. 254-A. A parte final do seu § 1º, antes destacada, reforçou a tese de que, para qualificar o negócio, a ênfase deveria estar no resultado da operação e na perspectiva do adquirente; não no seu objeto (bloco de ações suficiente para conferir controle) ou no ângulo do alienante<sup>47</sup>. Nessa linha, não é necessário que o antigo controlador transfira o conjunto de suas ações ao adquirente para caracterizar-se a alienação de controle, bastando que da transferência onerosa de ações resulte um novo acionista controlador – deve-se verificar se o adquirente torna-se titular de ações suficientes para lhe assegurarem o controle<sup>48</sup>.

A interpretação dominante, ao ter em vista o resultado da operação, não se desprende totalmente, porém, do tipo *alienação*. Há um tênue liame que associa esse entendimento à ideia de alienação. Trata-se da exigência, para configuração do negócio, de que haja transferência onerosa de ao menos parte das ações de controle, assim entendidas as ações de titularidade do acionista controlador anterior. Exige-se, portanto, que haja transferência onerosa, ainda que de parte, das ações do acionista controlador anterior<sup>49</sup>.

46 Sobre a interpretação ampla conferida ao negócio de alienação pela CVM, desde a vigência do art. 254, cf. PEREIRA. *Alienação...*, cit., 1995, p. 191-192; CARVALHOSA. *Comentários...*, cit., 2003, 4º v., t. II, p. 140-187.

47 Cf. Processo CVM no RJ 2007/7230, voto do diretor Eli Loria: “para que ocorra a alienação do controle, necessário que haja mudança na titularidade do poder de controle, sendo fundamental, portanto, a presença de novo controlador”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: jun. 2011.

48 CARVALHOSA. *Oferta...*, cit., 1979, p. 145: “Vê-se, pois, que a efetividade do controle, para os fins do art. 254 da Lei nº 6.404, de 1976, deve ser presumida na pessoa do adquirente das ações, já que estas lhe darão esse atributo, e não na figura do acionista alienante que, como vimos, pode, por diversas razões, nunca tê-lo exercido”.

49 Essa interpretação, segundo essa visão, seria corroborada pelo § 4º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/2002: “Art. 29, § 4º Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76”.

Decorre daí que o art. 254-A não se aplica a companhias sem acionista controlador (com capital pulverizado); também é consequência dessa interpretação a conclusão de que não são abrangidas pelo dispositivo as aquisições de ações não integrantes do bloco de controle (ou seja, que não são de titularidade do acionista controlador), ainda que o resultado delas seja o aparecimento de um novo acionista controlador; finalmente, não há alienação se um grupo de acionistas ao se reunir, por meio de acordo de acionistas, passa a compor bloco titular da maioria do capital votante<sup>50</sup>.

Assim, dada a abrangência do conceito adotado no art. 254-A, tem-se que o negócio *alienação de controle acionário* é gênero, do qual a *cessão de controle acionário* (que pressupõe a transferência do conjunto das ações de controle pelo antigo controlador) passou a ser espécie.

Por isso, aquisições de controle que seriam consideradas originárias, nos termos do projeto que se converteu na Lei das S.A., passaram a ser havidas como aquisições derivadas, dada a interpretação dominante do art. 254-A. Este não foi ao ponto, porém, de abranger todas as aquisições conceitualmente originárias, vinculando-se, apenas por esse aspecto, ao sentido do vocábulo *alienação*. Segundo a interpretação anteriormente descrita, ficam de fora do âmbito de aplicação do dispositivo – e, portanto, para efeito dele, são consideradas originárias – as aquisições de controle que não importam na aquisição de nenhuma ação de titularidade do acionista controlador anterior, ou seja, que não envolvem a transferência onerosa de nenhuma ação integrante do bloco de controle<sup>51</sup>. Trata-se de um conceito de *aquisição originária* bem menos

50 Cf. Processo CVM no RJ-2008/4156, voto do diretor Marcos Pinto: “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”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: jun. 2011. No mesmo sentido, cf. Processo CVM no RJ 2007/14099. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: jun. 2011.

51 Cf. LOBO. *Oferta...*, cit., 2009, p. 2012: “O objeto são ações do bloco de controle. Não há, portanto, que cogitar de alienação de controle quando a operação tem por objeto ações, ainda que com direito a voto, que não integram o bloco de controle”.



largo do que aquele que lhe foi atribuído ao tempo da elaboração do projeto que se converteu na Lei das S.A.

Ainda sobre a interpretação dominante a respeito do art. 254-A, cumpre ressaltar que é irrelevante, para efeito de sua incidência, que o adquirente seja terceiro em relação aos acionistas integrantes do bloco de controle anterior. Sendo terceiro, não há dúvida de que a operação terá como resultado o surgimento de um novo acionista controlador. Sendo, porém, acionista integrante do bloco de controle, ainda assim poderá configurar-se o tipo legal, se ficar demonstrado que houve mudança da vontade dominante dentro do grupo, ou seja, se o adquirente, antes minoritário no grupo, passou a ser titular da maioria dos votos<sup>52</sup>. Cabe diferenciar, portanto, no caso de mudanças dentro do próprio bloco de controle, as situações em que há efetiva modificação do centro de gravidade do poder, que passa de um acionista para outro, resultando em alienação do controle, da situação em que não há o aparecimento de uma nova vontade dominante, mas apenas a consolidação ou reforço do poder já detido por um dos integrantes do grupo<sup>53</sup>.

Com base na interpretação dominante, anteriormente descrita, pode-se sintetizar que a hipótese legal caracteriza-se pela combinação dos seguintes elementos: (i) transferência onerosa da totalidade ou de parte das ações de controle (ou dos demais títulos previstos no § 1º) por pessoa titular do poder de controle ou integrante do grupo titular do poder de controle; e (ii) o adquirente, integrante ou não do grupo de controle anterior (desde que nesta última hipótese com posição minoritária dentro do bloco), tornar-se o novo acionista controlador<sup>54</sup>.

52 Cf. COELHO, F. O direito de saída conjunta ("tag along"). In: LOBO. *Reforma...*, cit., 2002, p. 481.

53 Cf. COELHO. *O direito...*, cit., 2002; EIZIRIK et al. *Mercado...*, cit., 2008, p. 593.

54 De forma didática, apontando os elementos essenciais do tipo, cf. EIZIRIK et al. *Mercado...*, cit., 2008, p. 596-597: "(a) que a operação, em seu conjunto, resulte na presença de um novo acionista controlador ou grupo de controle, que substitua o antigo controlador no exercício do poder de dominação sobre a companhia; (b) que a transferência do controle, qualquer que seja a sua modalidade, apresente caráter oneroso; e (c) que tenha ocorrido a transferência

A jurisprudência da CVM consolidou, de certo modo, o entendimento antes descrito a respeito do art. 254-A, fugindo ao escopo do presente livro analisar a rica casuística sobre o tema<sup>55</sup>.

A tendência de maior dispersão acionária das companhias brasileiras nos anos recentes trouxe à tona, porém, uma nova questão polêmica, que deve ser analisada em mais detalhe, por sua relação direta com o objeto central desta obra. Trata-se da incidência, ou não, do art. 254-A na hipótese de o alienante não ser titular da maioria do capital votante. Em outras palavras, significa saber se o dispositivo aplica-se à *alienação de bloco minoritário de controle*.

Antes, para encerrar este tópico, cabe um breve parêntese, para tratar do § 4º do art. 254-A. Trata-se da possibilidade de, na oferta obrigatória decorrente da alienação de controle, o ofertante conferir aos ofertados, como alternativa à venda da integralidade de suas ações, a opção de receber um prêmio equivalente à diferença entre o valor pago por ação integrante do bloco de controle e o valor de mercado. É uma proposta de negócios alternativos. A opção permite aos não controladores o direito de participar do prêmio de controle, sem, no entanto, vender suas ações. A ideia é, de um lado, reduzir o custo da alienação de controle, na medida em que o adquirente pode pagar apenas o prêmio, e não o valor integral das ações dos não controladores; de outro, permitir aos não controladores, que assim o desejem, ficar na companhia, após terem recebido valor equivalente ao prêmio do controlador. Esse mecanismo tem sido pouco utilizado na prática. A Instrução CVM

---

da totalidade ou de parte de ações ou de direitos sobre tais ações pertencentes ao antigo controlador".

55 Encontra-se abrangente análise casuística sobre a aplicação do art. 254-A, baseada sobretudo em precedentes da CVM, em PRADO. *Oferta...*, cit., 1995, p. 191-226. Também adotando abordagem casuística, mas a partir de casos hipotéticos, cf. SIQUEIRA, C. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FMF Editora, 2004. No Processo CVM no RJ 2007/7230, o voto do diretor Eli Loria resume bem os elementos do negócio, no mesmo sentido antes destacado: "As características da alienação do controle acionário que obrigam a realização de oferta pública são duas: (i) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa diversa do anterior detentor do controle e (ii) que a transferência de ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, com ônus e bônus tanto para o alienante quanto para o adquirente". Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: jun. 2011.



nº 361/2002 admite, por outro lado, que outras modalidades de prêmio sejam adotadas na OPA por alienação de controle, desde que sob a forma de opção dos ofertados (§ 4º, art. 30).

**(A) O ART. 254-A E O CONTROLE MINORITÁRIO**

Para tratar da incidência, ou não, da oferta obrigatória no caso de alienação de controle minoritário, é preciso separar duas situações claramente distintas na Lei das S.A. Primeiro, a definição de controle como poder, ou seja, situação de fato, pelo art. 116 e 243, § 2º, da Lei das S.A. Segundo, a definição de bloco de ações de controle, passível de ser objeto do negócio de alienação previsto no art. 254-A.

São conceitos diferentes, que exercem funções distintas. O poder de controle é um *fato jurídico*, ou um *poder*, ao qual a lei atribui determinados efeitos (regime especial de deveres e responsabilidades), com a finalidade de tutelar o interesse da companhia, dos demais acionistas e *stakeholders*. O bloco de ações de controle é *objeto de direito* e está previsto no art. 254-A para determinar a obrigatoriedade da oferta pública de aquisição que visa a assegurar tratamento igualitário aos não controladores, nas operações de aquisição de controle acionário.

Pode-se admitir a existência de dúvida quanto à interpretação do art. 254-A em termos de determinar, ou não, a incidência da oferta obrigatória nele prevista no caso da alienação de ações integrantes de bloco de controle minoritário. Nada justifica, porém, que se confundam conceitos tão bem estabelecidos na lei, e que exercem função central no sistema societário brasileiro. Essa confusão, lamentavelmente, tem estado presente na literatura. Tem como razão provável a dificuldade de endereçar regramento adequado ao fenômeno da aquisição de controle acionário e a de lidar com a nova realidade de companhias caracterizadas por maior dispersão do capital. Por isso, além de descrever a polêmica interpretativa a respeito do art. 254-A, é fundamental abordar, neste tópico, a questão do controle minoritário no direito societário brasileiro.

O modelo adotado pela Lei das S.A., como se viu, centrou-se na divisão acionista controlador e demais acionistas. Ao primeiro, atribuiu-se o poder-dever de comandar a empresa e dirigir as atividades sociais;

aos acionistas investidores conferiu-se, até certo ponto, função externa ao empreendimento empresarial<sup>56</sup>.

A contrapartida do poder conferido ao acionista controlador foi a definição de um regime especial de deveres e responsabilidades<sup>57</sup>. Por isso, o acionista controlador consubstancia autêntico *órgão* da companhia brasileira<sup>58</sup>, correspondendo a uma terceira instância de poder, além da administração e da assembleia geral<sup>59</sup>. O acionista controlador é situado no ápice da estrutura de governança corporativa, possuindo deveres fiduciários para com os demais acionistas e devendo observar a função social de seu poder-dever perante os *stakeholders* e a comunidade em que atua, como está expresso no art. 116, par. único, da Lei das S.A.<sup>60</sup>. O descumprimento desses deveres fiduciários ou da função social, que legitima o seu poder, caracterizam exercício abusivo do poder de controle (arts. 117 e 246, Lei das S.A.), ensejando a responsabilidade de seu titular pelos danos causados e, eventualmente, a ineficácia dos atos praticados<sup>61</sup>.

Mais do que em outros sistemas jurídicos, portanto, a lei brasileira adotou orientação clara e sistemática quanto à posição jurídica do acionista controlador. Nessa medida, é evidente a importância da definição de *acionista controlador* para a irradiação dos efeitos da lei e para a efetividade do regime nela preconizado. Essa definição consta do art. 116 e do art. 243, § 2º, da Lei das S.A.: o primeiro, ao cuidar de *acionista controlador*, e o segundo, de *sociedade controladora*.

O núcleo da definição constante de ambos os dispositivos é a titularidade de direitos de sócio que confere ao acionista, de modo

56 Cf. Parte I, tópico I.C.; cf., ainda, SALOMÃO FILHO. Direito societário e novo mercado..., cit., 2006, p. 52-53.

57 Cf. LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. Direito..., cit., 2009, p. 801.

58 Cf. COMPARATO. O poder..., cit., 1983, p. 107.

59 Cf. COMPARATO. O poder..., cit., p. 26.

60 Posição jurídica muito semelhante à que os adeptos da *team production theory* atribuem aos administradores no sistema societário norte-americano. Cf. BLAIR e STOUT. A team..., cit. 1999.

61 Cf. SALOMÃO FILHO. Deveres..., cit., 2006, p. 167-177; COMPARATO e SALOMÃO FILHO. O poder..., cit., 2008, p. 304-308, nota de texto 58; SALOMÃO FILHO. Função social..., cit., 2004, p. 85.



permanente, (i) preponderância nas deliberações da assembleia geral e (ii) poder de eleger a maioria dos administradores. A diferença entre as definições constantes dos arts. 116 e 243, § 2º, reside na circunstância de que este, ao qualificar *sociedade controladora*, não repete a alínea b do art. 116, que faz referência ao uso efetivo do poder para dirigir e orientar as atividades sociais. A *ratio legis* dessa diferença é que a sociedade controladora, como pessoa jurídica, ao ser titular de direitos de sócio que lhe conferem preponderância nas deliberações e o poder de eleger a maioria dos administradores não pode deixar de exercer essa prerrogativa, sob pena de violação ao seu objeto social. Se a participação em outras sociedades integra o objeto social da sociedade, esta tem o dever de atuar no sentido de sua consecução<sup>62</sup>. O mesmo não se dá, porém, com o acionista pessoa natural, o que explica a presença da alínea b na definição de acionista controlador constante do art. 116<sup>63</sup>.

Não há na lei brasileira, portanto, ao definir acionista controlador e sociedade controladora, referência à titularidade de um percentual mínimo de ações<sup>64</sup>. A Lei das S.A. não conceituou acionista controlador como aquele que é titular da maioria do capital votante. Definiu-o em função de uma situação *de fato*, qual seja, o poder de preponderar nas deliberações sociais e de eleger a maioria dos administradores. Cuidou, porém, de indicar que esse poder emerge da titularidade de direitos de sócio e, ainda, que deve guardar característica de permanência ou, como prefere esta obra, de estabilidade. A expressão “*de modo permanente*”, constante dos arts. 116 e 243, § 2º, indica que o poder de controle deve ser dotado de estabilidade, ou seja, basear-se em uma posição estrutural, de modo a não confundi-lo com situações conjunturais,

62 Cf. PEREIRA. *Alienação...*, cit., 1995, p. 20.

63 Sobre o requisito do uso efetivo do poder, cf. PEREIRA. *Alienação...*, cit., 1995, p. 18 e 19; COMPARATO. *O poder...*, cit., 1983, p. 67; TEIXEIRA e GUERREIRO. *Das sociedades...*, cit., 1979, p. 702.

64 Como se verá, a definição de um percentual fixo de ações é adotada nas leis de diversos países europeus (v.g., França, Itália, Alemanha), mas com o objetivo específico de regular as operações de aquisição de controle acionário. Cf. FERRARINI e MILLER. *A simple...*, cit., 2009; VENTORUZZO, *Europe's...*, cit., 2006; ENRIQUES. *The mandatory bid rule in the Takeover...*, cit., 2004.

esporádicas, fortuitas de prevalência em eventual deliberação da assembleia geral. Não se exige que o poder de controle seja eterno, incontrastável, ou imune a qualquer ameaça. Nenhum poder social possui essas características. É, sim, requisito da definição o fato de o poder não ser conjuntural ou esporádico, caso em que de poder não se cuidaria. O poder exige estabilidade, mas não imutabilidade<sup>65</sup>.

Essas observações tornam indubitável o reconhecimento pela lei societária brasileira do controle minoritário (*poder de fato*) para a atribuição do regime de deveres e responsabilidades, estabelecido, entre outros, nos arts. 116 e 117 da Lei das S.A.<sup>66</sup>. A possibilidade do controle minoritário decorre da definição dos quóruns de instalação e de deliberação da assembleia geral (arts. 125 e 129, LSA), bem como da competência da CVM para reduzir o quórum qualificado de deliberação, em virtude de dispersão acionária (art. 136, § 2º, LSA).

Não é correto, portanto, o entendimento de que a lei societária brasileira, em virtude do requisito *permanência*, não reconheceria o controle minoritário<sup>67</sup>. Na realidade, significaria um grave rompimento

65 Cf. COMPARATO. *O poder...*, cit., 1983, p. 66: “*permanente (...) não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo (...) a preponderância nas deliberações sociais depende unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos (...) A preponderância permanente nas deliberações sociais opõe-se à meramente eventual, isto é, a que depende de fato incerto, para existir*”; TEIXEIRA e GUERREIRO. *Das sociedades...*, cit., 1979, p. 295: “*Em outras palavras, acionista controlador não é, para os efeitos em questão, o detentor de supremacia fortuita e aritmética de votos, mas quem conta permanentemente com os poderes inerentes à maioria...*”; MUNHOZ. *Empresa...*, cit., 2002, p. 243: “*Nesse sentido, a expressão ‘permanente’ não se refere à duração do controle no tempo, mas se opõe às situações de mera eventualidade, ou seja, em que a preponderância nas deliberações sociais decorra de fato incerto, conjuntural*”.

66 GUERREIRO. *Sociedade...*, cit., 2009, p. 213: “*No entanto, não se ignora a possibilidade de o poder de controle ser detido por acionista que detenha individualmente menos da metade do capital com direito a voto, pois, seja mediante acordo de acionistas, seja simplesmente em virtude da experiência consagrada na prática das assembleias gerais – marcada pelo absentismo dos acionistas – pode ocorrer de esse acionista controlar a companhia. Em face disso, o legislador brasileiro optou por não utilizar um percentual fixo para determinar o acionista controlador, como ocorre em outras legislações*”.

67 Defendendo a inexistência do controle minoritário no regime da Lei das S.A., cf. CARVALHOSA. *O desaparecimento...*, cit., 2011.



da estrutura de poder definida pela Lei das S.A. o não reconhecimento do controle minoritário, para efeito de atribuição do regime de deveres e de responsabilidade previsto nos arts. 116 e 117. Mais grave é a defesa dessa tese no momento em que, pela primeira vez, o controle minoritário começa a existir na realidade brasileira, tornando-se, em verdade, o padrão dominante nas companhias integrantes do Novo Mercado<sup>68</sup>.

Antes, dada a concentração do capital das companhias brasileiras, não havia controle minoritário na realidade prática<sup>69</sup>. Agora, quando se pode notar o fenômeno com grande frequência na vida concreta, não é o caso de alijá-lo da realidade normativa. É justamente no atual momento histórico que a existência do acionista controlador minoritário há de ser realçada, para que possa ser monitorado nos termos dos arts. 116 e 117 da Lei das S.A. Afinal, a depender de uma série de fatores, o controle minoritário pode ser mais intenso e incontestável do que o próprio controle majoritário<sup>70</sup>. Em sua obra seminal, escrita quando o fenômeno não era observado na realidade brasileira, já dizia COMPARATO: “A rigor, um controle minoritário bem estruturado, em companhia com grande pulverização acionária, pode atuar com a mesma eficiência que um controle majoritário”<sup>71</sup>.

A posição jurídica de acionista controlador, que pressupõe o conjunto de direitos, deveres e responsabilidades, de que antes se cui-

68 Cf. Parte I, Capítulo III.

69 Cf. Parte I, Capítulo III.

70 A título ilustrativo, vale comparar as seguintes hipóteses: (a) acionista individual titular de ações representativas de 49% do capital votante, com as ações remanescentes absolutamente dispersas no mercado, de tal sorte que o segundo maior acionista é titular de 2% do capital votante; e (b) bloco de controle, composto por 5 acionistas, titulares cada qual de 10,1% do capital votante, vinculados por acordo de acionista com prazo de vigência de 5 anos, sendo de titularidade de um único acionista as ações remanescentes, representativas de 49% do capital votante. No primeiro caso, haveria controle minoritário e, no segundo, majoritário. Não há dúvida, porém, no exemplo dado, que o poder de controle minoritário seria mais intenso e estável do que o poder majoritário. A esse respeito, cf. MUNHOZ. *Empresa...*, cit., 2002, p. 235.

71 Cf. COMPARATO. *O poder...*, cit., 1983, p. 51.

dou, não guarda relação, porém, com a disciplina da alienação de controle, objeto do art. 254-A da Lei das S.A. Neste dispositivo, não há definição de poder de controle; conceitua-se a alienação de ações da companhia que pode conferir ao seu titular posição de controle. O objeto do negócio não é, portanto, o poder (fato jurídico), mas o bloco de ações (objeto), que confere ao seu titular esse poder<sup>72</sup>. Seria uma absurdidade jurídica transferir um fato jurídico, ou seja, algo que cria, modifica ou extingue relações jurídicas<sup>73</sup>. Pode-se transferir objeto de direito, ou seja, bem ou direito que integra o patrimônio da pessoa. Por isso, no art. 254-A está expresso que a alienação se caracteriza pela transferência onerosa de “ações integrantes do bloco de controle”, e não pela cessão de um poder. Não se cuida, porém, de quaisquer ações, mas daquelas cuja titularidade assegura o exercício do poder de controle.

Fica patente, portanto, que a oferta obrigatória prevista no art. 254-A tem como pressuposto a alienação de ações (ou outros títulos conversíveis em ações) integrantes do bloco de controle. Este é o bem, componente do patrimônio do alienante, que, uma vez transferido ao patrimônio do adquirente, pode levar ao resultado de atribuir a este o poder de controle<sup>74</sup>. Por isso, afirma-se que o negócio típico de alienação de controle tem por objeto ações integrantes do bloco de controle, e não o poder de controle em si.

72 Cf. BULHÕES PEDREIRA. *Alienação de controle de companhia aberta...*, cit., 1992, p. 698: “A expressão ‘controle da companhia’ é ambígua, pois é empregada para representar tanto o poder de fato de determinar as atividades sociais (o poder de controle) quanto o conjunto de ações com direito a voto que é fonte desse poder (o bloco de controle)”.

73 Cf. BULHÕES PEDREIRA. *Alienação de controle de companhia aberta...*, cit., 1992, p. 701-702.

74 Cf. BULHÕES PEDREIRA. *Alienação de controle de companhia aberta...*, cit., 1992, p. 702-703: “A ‘aquisição do poder de controle’ pressupõe a do ‘bloco de controle’, mas os dois conceitos não se confundem; adquirir o poder de controle é obter, assumir, ou passar a ter o ‘poder de fato’ de controlar a companhia; adquirir o ‘bloco de controle’ é tornar-se proprietário das ações que o compõem (ou, ao menos, sujeito ativo do direito de voto por elas conferido). A aquisição do poder de controle pode ser originária ou derivada... A aquisição do poder de controle pode, inclusive, ocorrer sem aquisição de ações... A aquisição derivada do poder de controle pressupõe sua transferência por pessoa que o detinha; e como o poder de controle é poder de fato fundado no bloco de controle, sua transferência entre pessoas pressupõe, por definição, a transmissão da propriedade do conjunto de ações que é a fonte desse poder”.



A polêmica sobre a interpretação do art. 254-A deve ficar restrita ao significado de *ações integrantes do bloco de controle*, e não sobre a existência do *poder de controle*, como fato suscetível de gerar um regime jurídico próprio. O objetivo, do art. 254-A, não é atribuir um regime especial de deveres e responsabilidades ao titular do poder, mas conferir aos acionistas não controladores tratamento igualitário nas operações de aquisição de controle acionário.

Assim, é perfeitamente admissível que a mesma lei, para a disciplina das operações de aquisição de controle acionário, defina como *bloco de controle* apenas uma participação majoritária no capital votante; e que, por outro lado, para a atribuição do regime especial de deveres e responsabilidades, reconheça a possibilidade de o poder de comandar a atividade empresarial (*poder de fato*) estruturar-se e ser exercido a partir de uma participação minoritária no capital votante (nesse sentido, pode falar-se em bloco minoritário de controle, ou seja, aquele detido pelo acionista que exerce o poder, *de fato*, de controle). Os conceitos e os objetivos da política normativa em relação a uma situação e a outra, ainda que relacionados, são completamente autônomos e distintos<sup>75</sup>.

Por isso, é possível, e não contraditório, interpretar que o *bloco de ações de controle*, objeto do art. 254-A da Lei das S.A., deve necessariamente corresponder a uma participação majoritária no capital votante e, simultaneamente, que o *poder de controle*, referido pelos arts. 116 e 243, § 2º, da Lei das S.A., pode ser exercido por meio da titularidade de uma participação minoritária no capital<sup>76</sup>. Ilustração disso é o direito alemão,

75 Cf. Processo CVM no RJ 2005/4069, voto do diretor Pedro Marcílio: “os arts. 116 e 254-A têm finalidades diversas. O art. 116 tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que tal acionista assume. O art. 254-A, por outro lado, pretende conferir a possibilidade de uma ‘compensação’ à quebra de estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários possam alienar suas ações quando essa estabilidade for perturbada e receber parte do prêmio de controle”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: jun. 2011.

76 Cf. BULHÕES PEDREIRA. Alienação de controle de companhia aberta..., cit., 1992; EIZIRIK, N. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO e AZEVEDO. *Poder...*, cit., 2010, p. 177-190; LOBO. *Oferta...*, cit., 2009, p. 2008-2016; CANTIDIANO, L. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 238. Embora admita a possibilida-

que, na esteira da orientação majoritária na Europa, adota na lei acionária, ao disciplinar os grupos societários (§ 17, AktG<sup>77</sup>), noção de poder de controle diversa da adotada na lei sobre oferta pública de aquisição de controle (§ 29, 2, WpÜG). No primeiro caso, tem-se em conta uma situação de fato e, no segundo, a aquisição de participação acionária igual ou superior a determinado percentual fixo (no caso, 30%)<sup>78</sup>.

Isto posto, cumpre ressaltar que este livro não se preocupa, a essa altura, em tomar posição quanto à interpretação do art. 254-A em termos de aplicar-se, ou não, ao *bloco de ações minoritário de controle*. Na visão do autor, é possível essa interpretação, tanto quanto a de que o objeto do dispositivo deve ser necessariamente um *bloco de controle majoritário*. Importa, na verdade, verificar qual das duas interpretações se amolda sistematicamente às demais disposições da regulação da aquisição de controle acionário e que, portanto, mais bem atende aos objetivos dessa política normativa. No Capítulo II, infra, essa questão será especificamente abordada.

Ainda sobre a interpretação do art. 254-A, é interessante observar que a corrente que defende, para a incidência da oferta obrigatória, a necessidade de haver transferência da totalidade do bloco de controle, ou seja, do conjunto de ações que o integram (entendimento minoritário, nos dias atuais, como se viu), por coerência, haveria de sustentar que esse bloco deve representar a maioria do capital votante. Trata-se,

de de uma interpretação sistemática e teleológica do art. 116 para reconhecer o controle minoritário, SALOMÃO FILHO observa “Ao disciplinar a oferta pública a CVM optou por desconsiderar o controle minoritário. A Instrução CVM nº 361/2002, disciplinou três tipos de oferta pública de aquisição (OPA) obrigatória: a OPA para cancelamento de registro, a OPA por aumento de participação do acionista controlador, a OPA por alienação de controle (art. 2º). Todas pressupõem a existência de controle majoritário” (COMPARATO e SALOMÃO FILHO. *O poder...*, cit., 2008, p. 243, nota de texto 45.

77 Abreviatura de Aktiengesetz.

78 Sobre a estrutura de governança da companhia aberta alemã, adotando perspectiva comparativa, cf. HOPT. *The German two-tier...*, cit., 1998; PRIGGE. *A survey...*, cit., 1998. Sobre a WpÜG, cf. CIOFFI. *Restructuring...*, cit., 2002; e *Corporate...*, cit., 2005; GORDON. *An American...*, cit., 2004; ADOLFF. *Public...*, cit., 2002; STOHLMEIER. *German...*, cit., 2000.



então, do negócio de alienação de controle em seu sentido clássico e original, baseado em elementos seguros e objetivos de interpretação. Esse modelo é adequado para disciplinar as transferências de controle de companhias com acionista controlador majoritário. Há, no caso, venda, ou alienação, das ações de controle.

Para quem admite, porém, que a oferta obrigatória pode decorrer da aquisição de parte das ações (algumas apenas) integrantes do bloco de controle, não parece correto sustentar que esse bloco deve necessariamente representar a maioria do capital votante. Essa corrente (como se viu, hoje dominante) desprende-se do conceito negócio de alienação para destacar o resultado: o novo acionista controlador. A ênfase sobre a possibilidade de o bloco assegurar o poder de controle é dada sob a perspectiva do adquirente, e não do alienante<sup>79</sup>. Assim, deixou de ser verdadeiramente relevante o ângulo do alienante das ações, mas, fundamental, o do seu adquirente. É evidente que, ao adotar-se a interpretação de que basta a transferência de parte das ações, o negócio, há muito, deixou de ser de alienação, ao menos em seu sentido puro. Nessa linha, parece um passo lógico e natural essa corrente concluir que o bloco de ações de controle, da qual se retiram as ações alienadas, não precisa representar a maioria do capital votante. Importa que na pessoa do adquirente reúna-se um bloco de ações capaz de lhe assegurar o controle.

Vale observar que a CVM teve oportunidade de manifestar-se a respeito do tema em precedente administrativo de 2009<sup>80</sup>. Embora o resultado do julgamento, por maioria, tenha sido no sentido de afastar a aplicação do art. 254-A, não se pode afirmar que prevaleceu a tese

79 Cf. CARVALHOSA. *Oferta...*, cit., 1979, p. 145.

80 Processo CVM no RJ 2009/1956. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: jun. 2011. Em caso anterior, o diretor Marcelo Trindade manifestou-se no sentido da inexigibilidade da OPA por alienação de controle na hipótese de o alienante não ser titular de mais de 50% do capital votante, cf. Processo CVM no 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". Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: jun. 2011.

da inexigibilidade da oferta obrigatória à hipótese de companhia com controle minoritário. Isso porque os votos adotaram fundamentos distintos para chegar à decisão. O diretor Eli Loria foi claro ao reconhecer a existência do controle minoritário para efeito da atribuição do regime dos arts. 116 e 117 da Lei das S.A. e, por outro lado, ao entender que a incidência do art. 254-A exige a titularidade, pelo alienante, de bloco de controle composto por ações representativas da maioria do capital votante<sup>81</sup>. Os diretores Eliseu Martins e Marcos Pinto adotaram posição diametralmente oposta, reconhecendo a obrigatoriedade da oferta no caso de o alienante qualificar-se como controlador minoritário. Já o diretor Otávio Yazbek defendeu a adoção de análise casuística do tema, observando que não se deve definir aprioristicamente a incidência, ou não, do art. 254-A à hipótese de o alienante qualificar-se como controlador minoritário. Finalmente, a presidente Maria Helena Santana, embora tenha se manifestado no sentido da inadequação do art. 254-A para lidar com o tema da aquisição de controle de companhias com controle minoritário, votou contra a obrigatoriedade da oferta, por entender que se aplicaria ao caso, para a qualificação de controle, a lei italiana.

A questão, portanto, deverá provocar novos debates em julgamentos futuros, como, aliás, tem-se visto ocorrer desde a introdução da oferta pública obrigatória derivada de alienação de controle no direito brasileiro.

## I.A.2. AQUISIÇÃO DE CONTROLE MEDIANTE OFERTA PÚBLICA

A Lei das S.A. concebeu duas formas de aquisição de controle acionário, uma relacionada à companhia com acionista controlador

81 Cf. Processo CVM no RJ 2009/1956, voto de Eli Loria: "Friso que aqui não estou descartando a figura do acionista controlador 'de fato' para efeito de sua responsabilidade nos termos dos arts. 116 e 117 da LSA, lembrando que os acordos de acionistas não eximem o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (art. 115) ou do poder de controle (arts. 116 e 117) nos termos do art. 118, § 2º (...). Concluindo, entendo que as atuais regras definindo 'alienação de poder de controle' não abrangem a alienação de controle minoritário e, portanto, tal alienação não resulta na necessidade de realização de uma OPA".



(alienação de controle – art. 254-A) e outra adequada à companhia com dispersão acionária (aquisição de controle mediante oferta pública – art. 257). Essa dualidade de regimes, autônomos e excludentes entre si<sup>82</sup>, ficou porém enevoadada pela raridade da utilização da oferta para aquisição de controle e, por outro lado, pela superatenção dedicada, pela doutrina e pela jurisprudência, à oferta por alienação de controle. Era o tempo das companhias com acionista controlador.

Há exemplos remotos, mesmo de período anterior à Lei das S.A. de 1976, de ofertas para aquisição de controle na realidade brasileira<sup>83</sup>. É inegável, porém, que foram operações esporádicas, fatos isolados, não representativos da efetiva imbricação do instituto na prática empresarial brasileira, ainda que previsto na ordem jurídica.

Com o surgimento do fenômeno da dispersão acionária no Brasil, a partir de meados dos anos 2000, o direito societário brasileiro, depois de décadas, volta sua atenção à aquisição de controle mediante oferta pública. Antes, objeto de poucos dispositivos destinados à sua regulamentação, como se vê na versão original da Instrução CVM nº 361/2002, agora, passou a ser disciplinada por um abrangente conjunto de normas, que exigem estudo específico<sup>84</sup>. De fato, o objetivo declarado

82 Cf. BULHÕES PEDREIRA. *Alienação de controle e incorporação de instituição financeira...*, cit., 1992, p. 757-758.

83 A literatura menciona a tentativa de aquisição do controle do Sulbanc pelo Macrosul (do grupo Gerdau), em 1971. Na oportunidade, não havia disciplina na Lei das S.A. de 1940 sobre aquisição de controle mediante oferta pública. Em 1978, portanto, já sob a vigência da Lei das S.A., houve a OPA lançada pela Companhia Força e Luz Cataguazes Leopoldina para aquisição do controle da Companhia Mineira de Eletricidade, com OPA concorrente formulada pela Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG). Na década de 1980, há referência sobre a tomada de controle da CEMIG pela Companhia de Eletricidade de Juiz de Fora e do Cimento Aratu pelo grupo Votorantim. Sobre esses casos, cf. CARVALHOSA. *Oferta...*, cit., 1979, p. 115-117; CANTIDIANO, L. *A aquisição do controle acionário da Cia. Mineira de Eletricidade: um caso polêmico*. In: CANTIDIANO, L. *Direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 63-74; NASCIMENTO. *Medidas...*, cit., 2011, p. 48-49.

84 Esta obra tem por escopo abordar a regulação de controle acionário no direito brasileiro de forma abrangente, procurando depreender o sentido geral

da reforma da Instrução CVM nº 361/2002, aprovada em 2010, foi oferecer tratamento jurídico adequado à oferta para aquisição de controle<sup>85</sup>.

#### (A) QUALIFICAÇÃO JURÍDICA E ÂMBITO DE APLICAÇÃO: NOVAMENTE A NOÇÃO DE CONTROLE

A lei brasileira confere um regime específico à aquisição de controle mediante oferta pública (art. 257). Por isso, da mesma forma como se viu ocorrer em relação à alienação de controle, a aquisição de controle mediante oferta pública constitui um negócio societário típico. Devem estar presentes todos os elementos do tipo legal, para que seja válido e apto a produzir os seus efeitos. Não estando presentes tais elementos, não se cuidará de aquisição mediante oferta pública, não se aplicando, portanto, o regime próprio da OPA para aquisição de controle, tal como disciplinada no art. 257 e ss. da Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 361/2002.

A aplicação dessa disciplina, tanto quanto a da oferta obrigatória decorrente da alienação de controle, é fundamental para a proteção dos acionistas. A oferta para aquisição de controle, como já apontado neste livro, estabelece um procedimento organizado para a aquisição

da disciplina e oferecer contribuições para sua interpretação e eventual aprimoramento. Por isso, versar sobre os dispositivos normativos específicos, aplicáveis à oferta pública para aquisição de controle, em toda sua extensão e profundidade, romperia o equilíbrio do trabalho. São destacados, portanto, para análise mais aprofundada, aqueles que guardam relação direta com o tema central do estudo. Daí afirmar-se que a análise dogmática da disciplina da OPA para aquisição de controle, no Brasil, merece trabalhos específicos, sobretudo, em vista da nova redação da Instrução CVM nº 361/2002.

85 Cf. “CVM edita Instrução que altera regras de OPA”. *Comunicado CVM*, 25 de nov. de 2010: “As mudanças foram motivadas, principalmente, pela necessidade de adaptação das regras de OPA a um cenário em que as ofertas públicas para aquisição do controle de companhias abertas tendem a se tornar mais presentes. Essas OPAs para aquisição de controle, muito comuns nos Estados Unidos e na Inglaterra, mas até pouco tempo raras no Brasil, vêm ocorrendo com mais frequência no país devido ao surgimento de um número considerável de companhias abertas sem acionista majoritário” (CVM edita Instrução que altera as regras de OPA. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/Comunicado%20487.asp>>. Acesso em: jun. 2011).



de controle, permitindo que os acionistas decidam sobre a questão, sem sofrer o problema de coordenação e a pressão para vender. Ela garante, ainda, o tratamento igualitário. Por isso, a qualificação do negócio como *aquisição de controle mediante oferta pública* é fundamental. Não sendo a aquisição definida como tal, o regime da OPA para aquisição de controle não se aplica; se o for, tal regime deverá ser necessariamente observado, na hipótese de o controle ser adquirido pela via da oferta pública<sup>86</sup>.

Como negócio societário típico, a oferta está sujeita à disciplina que lhe é conferida pelo direito societário, que se complementa com as normas gerais da oferta ao público (art. 429 do Código Civil). Trata-se de declaração unilateral receptícia de vontade. Por encerrar proposta de contratar, é vinculante para o ofertante, na medida em que contenha os requisitos essenciais ao contrato. Não se confunde, portanto, com uma simples tratativa. É negócio autônomo, apto a produzir efeitos jurídicos, que não se confunde com o contrato cuja celebração o proponente almeja. A oferta vincula desde logo quem a faz, na medida em que chega ao conhecimento dos destinatários<sup>87</sup>. Aceita a oferta pelos seus destinatários, forma-se o contrato. No caso, um contrato grupal, uno em sua funcionalidade social. De um lado, figura o proponente e, de outro, como parte plúrima, vez que representam interesses coincidentes, os aderentes à oferta. O conjunto de adesões individuais à oferta constitui, portanto, um ato jurídico coletivo<sup>88</sup>. A natureza de declaração receptícia da oferta leva a que, para o fim de equilibrar as partes na relação contratual,

86 Cf. EIZIRIK et al. Mercado..., cit., 2008, p. 603: "Embora a oferta ora analisada seja modalidade de OPA voluntária, já que existem outros meios para viabilizar a aquisição de controle, uma vez acolhida esta via, o ofertante fica obrigado a adotar todos os procedimentos legais e regulamentares exigidos para esse tipo de oferta pública".

87 Cf. CARVALHOSA. Oferta..., cit., 1979, p. 26: "A oferta pública de aquisição de ações é uma declaração unilateral de vontade, cercada desde logo de força vinculante em relação a quem a faz (M. M. Serpa Lopes...). É, ademais, uma declaração de índole receptiva, produzindo efeitos a partir do momento em que é publicada, pois esse procedimento faz presumir o conhecimento do destinatário".

88 Cf. COMPARATO. O poder..., cit., 1983, p. 210-211: "Deparamo-nos, aí, com um conspicuo exemplo de contrato grupal, típico do moderno direito empresarial. (...) Pode-se, pois, interpretar esse feixe de adesões individuais à oferta global como um ato jurídico coletivo".

sejam aplicáveis os princípios dos arts. 423 e 424 do Código Civil, estabelecendo, respectivamente, a interpretação favorável ao aderente de cláusulas ambíguas e a nulidade das cláusulas de renúncia a direitos<sup>89</sup>. O contrato, que se forma com a aceitação da oferta pelos destinatários em número suficiente, é por adesão<sup>90</sup>.

Os elementos componentes do tipo legal oferta pública para aquisição de controle são bem destacados por LAMY FILHO<sup>91</sup>, ao observar que "oferta pública para aquisição de controle é negócio unilateral mediante o qual o ofertante faz oferta pública de ações (e não do bloco de controle) em número suficiente para formar o bloco de controle; não há nessa hipótese, alienação de controle, e sim aquisição originária de controle".

Assim, para qualificar a oferta pública de aquisição de ações, como oferta para aquisição de controle, irradiando-se, então, os efeitos típicos deste negócio jurídico, o elemento fundamental é o seu objeto. Se a alienação de controle diferencia-se da alienação de ações pelo objeto, qual seja, o bloco de ações de controle, diferencia-se também pelo objeto a oferta de aquisição de ações (ofertas voluntárias em geral) da oferta para aquisição de controle. No caso da oferta que visa ao controle, as ações objeto do negócio devem ser suficientes para assegurar ao adquirente a posição de controle.

É o que está expresso no art. 257, § 2º, da Lei das S.A., ao estabelecer que a oferta "deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia". No mesmo sentido, o inciso III do art. 32 da Instrução CVM nº 361/2002 estabelece que "deverá ter por objeto, pelo menos, uma quantidade de ações capaz de, somada às do ofertante, de pessoas a ele vinculadas, e que com ele atuem em conjunto, assegurar o controle de companhia aberta". É importante definir, portanto, o que significa "número suficiente para assegurar o controle da companhia" (art. 257, § 2º) ou "ações capazes de (...) assegurar o controle de companhia aberta".

89 Cf. COMPARATO e SALOMÃO FILHO. O poder..., cit., 2008, p. 256-258, nota de texto 49.

90 Diferenciando-se do contrato de adesão, cf. GOMES, O. Contratos. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 133.

91 Cf. LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. A Lei das S.A. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2, p. 676.



Interessante verificar, a esse respeito, que a questão é análoga à relativa à interpretação do art. 254-A, objeto de acesa polêmica, como se viu, quando se tratou de definir *alienação de controle*. Em ambos os dispositivos – art. 254-A e art. 257 – é preciso interpretar o significado de *poder de controle*. No caso do art. 257, por abranger aquisição originária, dissipam-se, porém, algumas dúvidas próprias da interpretação do art. 254-A.

Para qualificar oferta de aquisição de controle, é pacífico que as ações adquiridas não precisam integrar bloco de controle anterior, ou ser de titularidade de acionista controlador. Basta haver aquisição de ações. Nessa linha, a integração do elemento controle, necessário para tipificar o negócio de aquisição mediante oferta pública, dá-se pela análise do bloco de controle em função do adquirente. É preciso verificar se, por força da aquisição de ações, forma-se no patrimônio do adquirente um bloco de controle, ou seja, um conjunto de ações capaz de lhe assegurar o exercício do poder de controle. Lembre-se que, no caso da *alienação de controle*, a referência para definir bloco de controle é o acionista alienante; há alienação quando se adquirem ações integrantes de bloco de controle preexistente.

O objeto do negócio aquisição do poder de controle tampouco é o controle como *poder de fato*, previsto nos arts. 116 e 243, § 2º, da Lei das S.A. O objeto da aquisição são as ações, qualificadas pelo resultado de, no patrimônio do adquirente, formarem um bloco capaz de assegurar o controle, como *poder de fato*. O bem integrante do patrimônio do adquirente para qualificar o negócio não é, portanto, o fato poder de controle, mas o bloco de ações de controle, ou seja, o conjunto de ações suficiente para conferir ao seu titular o exercício do poder de controle (de fato).

Esclarecido esse ponto, remanesce uma questão interpretativa, também similar à verificada em relação ao art. 254-A. Trata-se de saber se o bloco de ações de controle, que deve ser formado no patrimônio do adquirente, necessário para qualificar o negócio como aquisição de controle, pode ser minoritário ou deve ser majoritário<sup>92</sup>. Em outras palavras,

92 Se é abundante a literatura a respeito do art. 254-A da Lei das S.A., não se encontra, como se poderia esperar, análise, com a extensão que o tema exige,

para que haja oferta pública de aquisição de controle, é preciso que o resultado da aquisição seja a formação de bloco majoritário (mais de 50% do capital votante) de ações no patrimônio do adquirente?

Como se viu, a Lei das S.A. limita-se a aludir a ações em número suficiente para assegurar o controle. A Instrução CVM nº 361/2002 não traz esclarecimento exposto a respeito do tema. Porém, define acionista controlador, no seu art. 3º, § 4º, seguindo substantivamente o mesmo conceito dos arts. 116 e 243, § 2º, da Lei das S.A. Portanto, a interpretação sistemática da Lei das S.A. e da Instrução CVM nº 361/2002 indica que a noção de controle empregada para os fins da oferta pública para aquisição de controle é a dos arts. 116 e 243, § 2º. É possível, então, que o bloco de ações formado no patrimônio do adquirente seja minoritário.

A verdade é que, a exemplo da discussão anterior sobre o art. 254-A<sup>93</sup>, a resposta a essa questão não deve resultar de uma abordagem calcada na discussão das “definições jurídicas essenciais”<sup>94</sup>. Deve partir de um teste de coerência com os objetivos visados pela política normativa relativa à aquisição de controle acionário<sup>95</sup>.

O reconhecimento da incidência do art. 257 à hipótese de formar-se no patrimônio do adquirente bloco de controle minoritário amplia o escopo da oferta pública para aquisição de controle, levando o seu

---

a respeito da incidência, ou não, do regime da OPA para aquisição de controle em relação a ofertas públicas que resultem em blocos minoritários de controle. CARVALHOSA (*Oferta...*, cit., 1979, p. 140-155) analisa a noção de controle, tomando-o pelo conceito definido no art. 116 da Lei das S.A., em relação a todas as ofertas públicas de aquisição de ações. Contudo, no curso de seu estudo, concentra-se apenas na oferta decorrente de alienação de controle. Uma das poucas referências específicas sobre o tema encontra-se em LOBO. *Direito...*, 2009, p. 2038: “Note que o bloco de controle, que se pretende formar com a oferta, não será necessariamente constituído de ações representando mais de 50% do capital votante, tudo dependendo da dispersão das ações em circulação, mas será necessariamente maior do que o bloco de controle existente”. SALOMÃO FILHO entende de forma diversa, cf. COMPARATO e SALOMÃO FILHO. *O poder...*, cit., 2008, p. 243, nota de texto 45.

93 Cf. Parte III, tópico I.A.1.b.(A), supra.

94 Cf. nota 3 do Capítulo I da Parte II.

95 Cf. COMPARATO. *O poder...*, cit., 1983, p. 84, nota 3.



regime específico a um número maior de operações de aquisição de ações. Por outro lado, limitar a incidência desse regime às aquisições que resultem em formação de bloco majoritário de controle significa deixar de fora dessa disciplina uma série de operações. Esse é o fator fundamental a ser analisado, na definição do campo de incidência do instituto. No Capítulo II, infra, esse tema será objeto de análise.

#### (B) O SIGNIFICADO DO CARÁTER "VOLUNTÁRIO" DA OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE

Antes de cuidar dos princípios e do procedimento da OPA para aquisição de controle, deve-se precisar o sentido de seu caráter voluntário, segundo está previsto no art. 2º, V, da Instrução CVM nº 361/2002, algo que, aliás, não está expresso na Lei das S.A.

A exemplo do que ocorre nos Estados Unidos e no modelo da Diretiva Europeia, não há vedação, no Brasil, à aquisição de controle mediante negócios privados. No sistema da Diretiva, essa modalidade de aquisição deflagra a oferta obrigatória, o que também ocorre no Brasil, desde que, porém, fique caracterizado o negócio de alienação de controle. É nesse sentido que se afirma o caráter voluntário da OPA em questão: não se trata da única forma de aquisição de controle de companhia aberta<sup>96</sup>.

Nada obstante, se for utilizada a via da oferta pública para aquisição de controle, a adoção da oferta do art. 257 da Lei das S.A. será obrigatória. Essa regra é complementada pela que define como pública a oferta "quando forem realizados esforços de aquisição ou utilizado qualquer meio de publicidade, inclusive correspondência ou anúncios eletrônicos"<sup>97</sup>. Trata-se da regra brasileira análoga às *unconventional tender offers* do direito norte-americano. É vedada a adoção de esforços públicos de aquisição fora do regime de oferta pública. Se esses esforços visarem à aquisição de controle, no Brasil, será obrigatória a adoção do regime da OPA para aquisição de controle.

O desenho se completa com o princípio da não surpresa. No Brasil, o art. 12 da Instrução CVM nº 358/2002 regula a matéria. No

96 Cf. EIZIRIK et al. Mercado..., cit., 2008, p. 603.

97 Instrução CVM nº 361/2002, art. 2º, § 4º.

caput, estabelece que qualquer pessoa ou grupo de pessoas que atingir participação, direta ou indireta, correspondente a 5% ou mais de espécie ou classe de ações representativa do capital da companhia deve comunicar à companhia, e esta à CVM, uma série de informações, inclusive o objetivo da aquisição da participação e, se for o caso, a ausência de finalidade de alteração da composição do controle (inciso II). No seu § 1º, o art. 12 impõe às mesmas pessoas a obrigação de divulgar à CVM e ao mercado as aquisições realizadas, cada vez que sua participação se elevar em 5% (art. 12, § 1º). Como já apontado, esse princípio visa a impedir a adoção da estratégia de aquisição de controle pelo método da escalada, ou ao menos impedir que isso ocorra sem o prévio conhecimento do mercado. Veja-se que o adquirente dessas participações minoritárias, no sistema da lei brasileira, é obrigado a declarar se tem a intenção de adquirir o controle da companhia (art. 12, II).

O conjunto dessas regras torna a OPA para aquisição de controle menos voluntária do que inicialmente se poderia cogitar. De fato, num ambiente de elevado nível de dispersão acionária, (i) a determinação de que a aquisição de controle mediante oferta pública deve seguir o regime da OPA para aquisição de controle, (ii) a vedação de esforços públicos de aquisição fora do regime de oferta pública e (iii) o princípio da não surpresa tornam essa OPA a única forma viável de aquisição de controle de companhia aberta. É o que já ocorre no Brasil em relação às poucas companhias que ostentam padrão de pulverização do capital.

Daí ser importante compreender o exato sentido do caráter voluntário da OPA para aquisição de controle. A afirmação de que se trata de uma OPA voluntária, por vezes, obscurece o reconhecimento de sua vital importância para a regulação da aquisição de controle acionário, constituindo, na realidade, a forma típica de aquisição de controle de companhia com capital pulverizado.

#### (C) PILARES DA DISCIPLINA DA OFERTA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE

A Lei das S.A. limita-se a estabelecer um quadro procedimental para a oferta voltada à aquisição de controle, outorgando à CVM competência normativa para discipliná-la, na extensão necessária (art. 257,



§ 4º, art. 263, LSA). Assim, as considerações que se seguem baseiam-se na análise do art. 257 e ss. da lei e na Instrução CVM nº 361/2002<sup>98</sup>, cuja redação foi profundamente alterada no tocante à matéria pela Instrução CVM nº 487/2010.

A análise descritiva que se inicia não pretende, porém, abordar cada uma das regras que disciplinam o procedimento da OPA para aquisição de controle, que passaram a ser inúmeras após a reforma de 2010. Essa abordagem quebraria a estrutura do trabalho e não seria útil para a análise crítica que se pretende desenvolver no próximo Capítulo. Serão objeto de estudo, portanto, aqueles que, a juízo do autor, constituem os pilares da disciplina da oferta para aquisição de controle, tomando-se a perspectiva dos princípios do tratamento igualitário e da decisão não distorcida, de que antes se cuidou<sup>99</sup>.

Esses princípios vêm expressos no art. 4º, II, da Instrução, segundo o qual a “OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”.

O tratamento igualitário e a decisão refletida e independente (nada mais do que outra forma de designar o princípio da decisão não distorcida) são, portanto, os valores fundamentais em torno dos quais se estrutura a disciplina da OPA para aquisição de controle.

O tratamento igualitário é assegurado por uma série de regras que visam a assegurar o recebimento de preço uniforme por todos os acionistas (art. 4º, I, II e V, Instrução). Na OPA para aquisição de controle que tenha por objeto todas as ações, são permitidas aquisições dentro do prazo de validade da oferta, mas se o preço pago for

maior que o valor da oferta, este deverá ser ajustado, de modo que todos os acionistas o recebam (art. 15-B, par. único, Instrução). No leilão, admitem-se interferências de compra de terceiros que, para tanto, tenham se habilitado com 10 dias de antecedência (art. 12, § 2º, II, e § 4º, Instrução). A elevação de preços no leilão aproveita a todos os aceitantes, mesmo os de lances anteriores (art. 12, § 2º, I, Instrução). Da mesma forma, a OPA concorrente torna nulas as ordens de compra anteriores, de modo que esses acionistas possam participar da eventual elevação do preço dela decorrente (art. 262, § 1º, LSA). Na OPA parcial, além de serem vedadas aquisições durante o prazo da oferta, no caso de os aceitantes superarem o limite máximo, deve haver rateio entre todos os acionistas (art. 4º, I, art. 32-B, § 2º, Instrução).

Ainda com respeito ao tratamento igualitário, há uma série de regras que visam a assegurar a igualdade de oportunidades dos acionistas, de modo que possam vender suas ações, pelo maior valor possível, no âmbito do leilão organizado no âmbito da OPA para aquisição de controle ou da eventual OPA dela concorrente. Para tanto, é vedado ao ofertante adquirir ações no caso de OPA parcial e realizar operações com derivativos referenciados em ações durante o prazo da oferta (art. 15-A, Instrução). Durante o prazo da oferta, deve ser divulgado ao mercado um relatório diário com amplas informações a respeito de todo e qualquer negócio envolvendo valores mobiliários ou derivativos referenciados a valores mobiliários, realizados durante o prazo da oferta, pelo ofertante e pessoas a ele vinculadas, pela companhia, por seus administradores e pessoas a eles vinculadas, por terceiros que se habilitem a interferir no leilão de compra e por qualquer acionista e pessoas a ele ligadas que sejam titulares de participação superior a 2,5% do capital (combinação dos arts. 32-E, 32-F e 32-G, Instrução). O objetivo é evitar que, ao lado do leilão, mediante negócios privados, sejam realizadas aquisições de ações ou de títulos nela referenciados por valor distinto daquele estabelecido no leilão; também é finalidade delas evitar a manipulação do mercado durante o prazo da oferta, mediante essas negociações. Finalmente, tais regras são importantes para evitar que a OPA para aquisição de controle seja frustrada por negócios realizados fora do quadro procedimental por

98 Neste tópico I.A.2.(C), para facilitar a referência, a Instrução CVM nº 361/2002 será designada por Instrução.

99 Analisando o procedimento da OPA para aquisição de controle, ainda que sob o regime da Instrução CVM nº 361/2002, anterior à reforma de 2010, cf. EIRIZIRK et al. *Mercado...*, cit., 2008, p. 602-610; LOBO. *Oferta...*, cit., 2009, p. 2031-2045; e NASCIMENTO. *Medidas...*, cit., 2011, p. 75-108.



ela definido, desequilibrando a concorrência entre os eventuais adquirentes, em prejuízo dos acionistas<sup>100</sup>.

Sobre o princípio da decisão independente e refletida (que corresponde ao da decisão não distorcida, de que se cuidou anteriormente<sup>101</sup>), além das regras que asseguram o tratamento igualitário, que o instrumentalizam, é preciso destacar uma ampla gama de informações que devem ser prestadas, logo após a abertura do prazo da oferta, pela companhia-objeto e por seus administradores (art. 32-C). O Conselho de Administração poderá fornecer informações a respeito da companhia e opinar sobre a oferta (art. 32-D, Instrução), de modo que os acionistas disponham de todos os elementos para tomar decisão a seu respeito.

Para lidar com o efeito coercivo da oferta, está prescrito que ela tem prazo mínimo de validade de 20 dias (art. 258, V, LSA). Além disso, no caso de OPA total, o ofertante deve obrigar-se a adquirir ações dos acionistas que não tiverem aderido à oferta pelo prazo de 30 dias, contado da realização do leilão, pelo preço final pago aos acionistas aceitantes (art. 32-A, Instrução)<sup>102</sup>. Já no caso de OPA parcial, adota-se mecanismo semelhante ao sugerido por BEBCHUK<sup>103</sup>. No leilão, os acionistas poderão condicionar a venda de suas ações ao sucesso da

---

100 Algumas dessas normas podem ter sido inspiradas pelo caso GVT-VIVENDI-TELEFONICA, de 2009. Tratou-se da concorrência de duas estratégias distintas para aquisição de controle. A Vivendi valeu-se de aquisições privadas, seguida de oferta OPA por alienação de controle, ao passo que a Telefonica formulou OPA para aquisição de controle. A Vivendi, a certa altura, divulgou assegurada a titularidade de mais de 50% do capital votante, por meio de contratos e outros negócios jurídicos, o que frustrou a OPA lançada pela Telefonica. O caso demonstrou a ausência de regras claras e adequadas sobre OPA para aquisição no Brasil, dada a falta de solução no regramento para várias das questões suscitadas, como o dever de informar a posição exata em contratos e derivativos, que acabou sendo inserida na Instrução CVM nº 361/2002, pela reforma de 2010. Cf. *Valor Econômico*, 8.10.2009, p. D1e D3.

101 Cf. Parte II, tópico II.D.5.b.2.(A), supra.

102 Cf. Parte II, tópico II.D.5.b.1.(C), supra.

103 Cf. BEBCHUK. *Toward...*, cit., 1985. Sobre essa estratégia para eliminar a pressão para vender, cf. Parte II, tópico, II.D.5.b.2.(A), supra.

oferta. Dessa forma, separa-se a decisão sobre a aprovação da oferta da decisão sobre a venda das ações. O quórum de aprovação é dado pelo fato de haver aceitações incondicionais para uma quantidade de ações capazes de, somadas às ações do ofertante, assegurar o controle da companhia (art. 32-B, Instrução). Não tendo sucesso a OPA parcial, fica vedada a aquisição das ações por meio da oferta pública (art. 32-B, § 3º, Instrução).

Ainda sobre a disciplina da OPA para aquisição de controle, há de se destacar a existência de dever de sigilo até sua divulgação ao mercado (art. 260, LSA). Com isso, evita-se a manipulação do mercado e a violação do princípio do tratamento igualitário. Há obrigatoriedade de haver a participação de instituição financeira que garanta as obrigações do ofertante (art. 257, LSA). Por último, tem-se que a OPA para aquisição de controle é imutável e irrevogável, salvo nas hipóteses expressamente previstas (art. 4º, IX, c.c. art. 5º, Instrução). Pode a oferta condicionar-se ao preenchimento de determinadas condições, dentre as quais a de que seja aceita por acionistas que representem um percentual mínimo de participação no capital, como, por exemplo, 51% (art. 258, I, LSA).

Esse, em breve resumo, é o quadro de análise em relação à OPA para aquisição de controle.

### I.A.3. TUTELA DOS ACIONISTAS DA COMPANHIA ADQUIRENTE (ART. 256, LEI DAS S.A.)

A completar a disciplina da matéria, a Lei das S.A., no seu art. 256, cuida da tutela dos acionistas da companhia adquirente<sup>104</sup>. Segundo o dispositivo, observadas determinadas condições (constituir

---

104 A doutrina brasileira não tem abordado a aquisição de controle da perspectiva do ofertante, não sendo possível, no presente livro, por fugir ao seu escopo, aprofundar o exame dessa matéria. Encontra-se análise do tema em AZEVEDO, L. A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia ofertante. In: CASTRO e ARAGÃO. *Direito societário...*, cit., 2009, p. 74-119.



investimento relevante para a compradora<sup>105</sup> ou o preço de aquisição ultrapassar determinados parâmetros de valor<sup>106</sup>), a aquisição de controle dependerá de deliberação da assembleia geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação<sup>107</sup>.

Trata-se, sem dúvida, de instrumento eficiente de monitoramento dos administradores (em caso de companhia com capital pulverizado) ou mesmo do acionista controlador, na medida em que exige a manifestação prévia e bem informada dos acionistas. Sobretudo no caso de companhia com capital pulverizado, essa medida evita a realização de aquisições caracterizadas por *self-aggrandizement* ou *empire-building*<sup>108</sup>, ou seja, pautadas pelo interesse dos administradores em aumentar o seu poder e/ou renda, em detrimento dos acionistas. A necessidade de aprovação dos acionistas é um meio, portanto, de impedir a ocorrência de aquisição de controle ineficiente, ou seja, que diminui sua riqueza, seja pelo fato de envolver pagamento de preço excessivamente elevado, seja por não haver sinergia ou melhoria da eficiência da gestão que justifiquem a operação. No caso de a aquisição ser aprovada, a despeito de o parâmetro de valor estabelecido pela lei ter sido ultrapassado, os acionistas dissidentes têm direito de recesso, o que constitui uma tutela adicional de seus interesses<sup>109</sup>.

105 Art. 247, par. único, LSA.

106 O preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior valor entre: (i) cotação média das ações em bolsa nos 90 dias anteriores, (ii) valor de patrimônio líquido da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado e (iii) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 vezes o lucro líquido anual por ação nos dois últimos exercícios sociais anteriores (art. 256, I e II, alíneas a, b e c, LSA).

107 Cf. BULHÕES PEDREIRA, J. Compra por companhia aberta do controle de sociedade empresária. In: LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. *Direito...*, cit., 2009, p. 2026: "A função do art. 256 no sistema da Lei é proteger os acionistas minoritários contra negócio de compra do bloco de controle a preço muito superior ao valor unitário das ações ou quotas que o compõem, consideradas como coisas singulares".

108 Cf. Parte II, tópicos I.B.2.b. e II.D.1., supra; ROMANO. *A guide...*, cit., 1992, p. 148-149.

109 Art. 256, § 2º, LSA.

## I.B. REGULAMENTO DO NOVO MERCADO

O Regulamento do Novo Mercado disciplina, na Seção VIII, a *Alienação de Controle*. Inspira-se no art. 254-A da Lei das S.A., adotando nos seus itens 8.1 e 8.2 a oferta pública de aquisição obrigatória, decorrente de alienação de controle, como instrumento para assegurar tratamento igualitário aos acionistas<sup>110</sup>.

Há, porém, três diferenças substanciais em relação ao regime da Lei das S.A. Primeiro, a de que a OPA por alienação de controle prevista no Regulamento do Novo Mercado tem como destinatários todos os acionistas da companhia. Segundo, a de que o valor da oferta deve ser igual ao valor pago pelas ações de controle (adoção da regra de tratamento igualitário em sua versão integral). Terceiro, a manifesta obrigatoriedade da OPA na hipótese de controle minoritário.

Essas diferenças tornam a OPA por alienação de controle do Regulamento do Novo Mercado de aplicação muito mais abrangente do que a mesma OPA, prevista no art. 254-A da Lei das S.A. Tal ampliação tem a declarada finalidade de oferecer maior proteção aos não controladores. Acarreta, porém, importante elevação do custo da operação de alienação de controle. Esses aspectos, porém, serão analisados mais adiante. Importa, neste tópico, abordar os dispositivos do Regulamento que cuidam da matéria.

O Regulamento prevê nos itens 8.1 e 8.2 duas modalidades de alienação de controle. Para entender o sentido e alcance dessas normas é preciso levar em conta as definições constantes do Regulamento de *Ações de Controle*, *Alienação de Controle*, *Acionista Controlador* e *Poder de Controle*.

O item 8.1 estabelece que "*A Alienação de Controle da Companhia (...)* deverá ser contratada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia (...)" (destaques nossos).

Segundo o Regulamento, *Alienação de Controle* é a transferência das *Ações de Controle* e estas, por sua vez, correspondem ao bloco de ações que assegura (...) o exercício (...) do Poder de Controle. Infere-se daí que o item 8.1

110 Doravante, referida como OPA do Novo Mercado.



tem por objeto o negócio de transferência do conjunto de ações que integram o bloco de controle, ou seja, de todas as ações que o compõem. Não basta a aquisição de parte das ações de controle para a obrigatoriedade da OPA, como se dá no caso do art. 254-A da Lei das S.A., segundo a corrente de interpretação dominante<sup>111</sup>. Nesse ponto, o item 8.1 do Regulamento do Novo Mercado é mais restritivo do que o art. 254-A. Adotou como núcleo do tipo nele previsto o negócio de alienação de controle em sua acepção clássica, qual seja, a transferência onerosa, pelo controlador, do conjunto de ações que integram o bloco de controle<sup>112</sup>.

No item 8.2, lê-se: “Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações (...)” (destaques nossos). O item não alude, portanto, a Ações de Controle (ou seja, tal como definido no Regulamento, integralidade do bloco de controle), mas a ações detidas pelo Acionista Controlador. Este é definido como “o(s) acionista(s) ou o Grupo de Acionistas que exerça(m) o Poder de Controle da Companhia”. Fica claro, portanto, que o dispositivo abrange a hipótese de ser adquirida parte das ações integrantes do bloco de controle, como, aliás, está previsto expressamente pela referência a “qualquer quantidade de ações”.

É indispensável, porém, que haja a aquisição de ações integrantes do bloco de controle, pois está dito, com todas as letras, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador. Ou seja, é preciso que o Acionista Controlador venda uma parte de suas ações para que se configure o tipo regulamentar, não sendo suficiente a aquisição de quaisquer ações, não integrantes do bloco de controle. As ações de não controladores podem ser adquiridas, porém, juntamente com as ações de titularidade do Acionista Controlador, de modo a compor no patrimônio do adquirente o novo bloco de controle. Daí o dispositivo ter como título *Aquisição do Controle por meio de Diversas Operações*. Não é, contudo, mandatária a aquisição de ações dos não controladores para

111 Cf. Parte III, tópico I.A.1.b.(A), supra.

112 Cf. BULHÕES PEDREIRA. *Alienação de controle de companhia aberta...*, cit., 1992, p. 693.

incidir a OPA prevista no item 8.2, sendo possível que o controle se transfira ao novo controlador, já acionista, apenas como decorrência da aquisição das ações de titularidade do antigo controlador. É imperativo, apenas, que haja transferência onerosa das ações do controlador e que, da operação, resulte a aquisição do Poder de Controle, ou seja, o aparecimento de um novo controlador. A interpretação do item 8.2 é idêntica, portanto, à que tem prevalecido em relação ao art. 254-A da Lei das S.A., de que antes se cuidou<sup>113</sup>.

Estabelecida a diferença entre os itens 8.1 e 8.2, pergunta-se: qual a sua utilidade? A rigor, teria sido perfeitamente possível disciplinar a matéria em um único dispositivo, já que a hipótese do item 8.2 é mais abrangente que a do item 8.1 – inclui tanto a aquisição de parte das ações do acionista controlador como também de sua integralidade. Contudo, previu-se uma distinção de tratamento entre ambas. Somente no caso do item 8.2 (aquisição de parte das ações integrantes do bloco de controle), o adquirente do controle deverá pagar a eventual diferença entre o valor da oferta e o preço pago por ações adquiridas em bolsa nos 6 meses anteriores à aquisição do controle.

Deve-se concluir, então, que o item 8.1 diferencia-se do 8.2 porque, no caso do primeiro, não há aquisição de ações de não controladores, mas apenas a aquisição da integralidade do bloco de controle, de titularidade do acionista controlador. Por isso, no caso do primeiro, não se aplicaria a regra de obrigar o adquirente a pagar a eventual diferença entre o valor da oferta e o preço pago em aquisições anteriores em bolsa. Não se aplicaria a regra pela simples razão de que inexistiriam tais aquisições. Ora, essa diferença não justifica a separação dos dispositivos, pois, não havendo aquisições anteriores em bolsa, é evidente que a obrigação de pagar a diferença não se aplicaria, como decorre, aliás, da palavra “eventualmente” empregada no texto do item 8.2(ii). Na própria hipótese do item 8.2, portanto, é possível que não ocorram essas aquisições de não controladores.

Haveria, então, outra explicação para a diferença entre os itens 8.1 e 8.2? Uma cogitação possível seria a de que o primeiro se aplicaria

113 Cf. Parte III, tópico I.A.1.b.(A), supra.



à aquisição da integralidade do bloco de controle, ao passo que o segundo, à aquisição apenas de parte das ações integrantes desse bloco, de titularidade do acionista controlador. Não é o que se lê, porém, no item 8.2, que alude a *qualquer quantidade de ações*, o que inclui evidentemente a hipótese de ser adquirida a integralidade delas. Ademais, essa interpretação levaria à não aplicação da obrigação de o controlador pagar a diferença entre o valor da oferta e o preço pago em aquisições em bolsa realizadas nos 6 meses anteriores, no caso da aquisição da integralidade do bloco de controle. Isso porque, como se viu, essa regra está prevista no item 8.2, não sendo reproduzida no item 8.1. Essa limitação não faria, porém, nenhum sentido, pois também no caso de aquisição da integralidade do bloco de controle pode haver aquisições realizadas antecipadamente em bolsa, por preços mais baixos, justificando, portanto, a incidência da proteção. O fato de o adquirente comprar a integralidade, ou parte, do bloco de controle em nada modifica a preocupação de assegurar o princípio do tratamento igualitário, impedindo a estratégia de escalada, antes descrita, que é possível em ambas as hipóteses.

Como terceira conjectura, a diferença entre os itens 8.1 e 8.2 estaria no fato de que o primeiro tem por objeto o bloco de controle majoritário, ao passo que o segundo incidiria no caso de o alienante qualificar-se como controlador minoritário? Numa primeira aproximação, essa explicação parece plausível. O item 8.1 alude a *alienação de controle*, negócio típico da titularidade de bloco de controle majoritário, como se viu no tópico anterior; já o item 8.2 refere-se a *aquisição do poder de controle*. Por isso, a regra de pagar a diferença entre o valor da oferta e as aquisições anteriores realizadas em bolsa, estratégia típica de aquisição de controle minoritário, não seria aplicável no caso do item 8.1. Havendo controle majoritário, a estratégia de escalada é ineficaz, pois o controle somente se transfere pela vontade do controlador. Essa seria a razão de tal regra estar prevista apenas no item 8.2. Essa interpretação, que daria alguma utilidade à separação da disciplina nos itens 8.1 e 8.2, não condiz, porém, com o texto do próprio Regulamento. Como se evidenciará, ambos os dispositivos contemplam a situação de controle minoritário, para efeito de determinar a incidência da OPA obrigatória.

Finalmente, a explicação que parece mais correta, mas que é elidida pela letra do item 8.2. O item 8.1 cuida da *alienação* do controle, mas o item 8.2 refere-se à *aquisição* do controle. Logo, o item 8.2 teria se desprendido do negócio *alienação* e adotado, a exemplo da experiência europeia, o conceito de *aquisição* do controle como fato gerador da oferta obrigatória. Essa interpretação, sem dúvida, daria relevo fundamental ao dispositivo, justificando a distinção feita em relação ao item 8.1, que o precede. Como obstáculo a essa interpretação que, como se verá, caso adotada, muito contribuiria para o aprimoramento da disciplina brasileira sobre a matéria, está o fato de constar do dispositivo que as ações devem ser adquiridas por meio de contrato *celebrado com o Acionista Controlador*. Ou seja, a ideia de *alienação* continua a influenciar a norma.

Com essas considerações, cabe observar que ambos os dispositivos aplicam-se ao bloco de controle minoritário<sup>114</sup>. O núcleo da norma do item 8.1 é *Alienação do Poder de Controle*, assim entendida a transferência onerosa das *Ações de Controle*, ao passo que o do item 8.2 é *Aquisição do Poder de Controle*, que se dá pela celebração de contrato de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador.

Ocorre que o Regulamento define *Poder de Controle* como “o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida (...)” (destaques nossos). Está expressamente prevista, portanto, a hipótese de o controle ser exercido por acionista titular de menos de 50% do capital, sendo presuntiva desse poder a

114 Na redação original do Regulamento, o controle minoritário, ou de fato, era definido como controle difuso: “Controle Difuso significa o Poder de Controle exercido por acionista detentor de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital social, assim como por grupo de acionistas que não seja signatário de acordo de votos e que não esteja sob controle comum e nem atue representando um interesse comum”. Na reforma de 2010, foram excluídas todas as referências a controle difuso, adotando-se apenas os conceitos de companhia com acionista controlador e sem controlador. Pela definição de Poder de Controle, dentre as companhias com acionista controlador, estão aquelas em que este acionista é titular de mais de 50% do capital, mas também aquelas em que este é titular de percentual inferior a 50%; nesta última hipótese, tem-se o controle minoritário, ou de fato.



preponderância nas deliberações nas últimas três assembleias gerais de acionistas, conforme expressamente previsto.

Em vista dessa definição de *Poder de Controle* e, por consequência, de *Acionista Controlador* (aquele que exerce esse poder), fica evidente que o item 8.2 alcança o controle minoritário. Afinal, tem por objeto a celebração de contrato de compra de ações do *Acionista Controlador*, sendo que este, de acordo com o Regulamento, pode ser titular de participação inferior a 50% do capital social.

O mesmo se dá em relação ao item 8.1, que se refere à alienação das *Ações de Controle*, assim entendido o bloco de ações que confere ao seu titular o exercício do *Poder de Controle*. No caso de *Poder de Controle* exercido por acionista titular de menos de 50% do capital (controle minoritário), o bloco minoritário de ações de que este é titular será considerado *Ações de Controle*. No caso, um bloco minoritário de controle. A alienação desse bloco minoritário, que se inclui no conceito de *Ações de Controle*, é objeto do tipo previsto no item 8.1, tornando obrigatória a OPA de aquisição das ações dos demais acionistas.

Em face das considerações anteriores, a interpretação conjunta dos itens 8.1 e 8.2 leva a aplicar a OPA por alienação de controle aos mesmos fatos que são objeto do art. 254-A da Lei das S.A.<sup>115</sup>. Seja pela aplicação do item 8.1, seja do item 8.2, há alienação de controle sempre que há transferência onerosa de parte (ou da integralidade – item 8.1) das ações de titularidade do acionista controlador, gerando como resultado o aparecimento de um novo controlador.

Se prevalecer a interpretação de que o art. 254-A da Lei das S.A. não se aplica à aquisição de ações de titularidade de acionista controlador minoritário<sup>116</sup>, a diferença fundamental entre este dispositivo e os tipos definidos pelos itens 8.1 e 8.2 do Regulamento estará justamente neste fato, já que as normas regulamentares, indubitavelmente, abrangem o controle minoritário. O Regulamento do Novo Mercado trouxe, portanto, para a órbita da disciplina da *alienação de controle*, ou da

115 Cf. Parte III, tópico I.A.1.b.(A), supra.

116 Cf. Parte III, tópico I.A.1.b.(A), supra.

regulação das companhias com controle concentrado, a alteração da titularidade do controle minoritário.

Faltou no Regulamento, porém, a disciplina da aquisição originária (ou tomada) do poder de controle. Como se viu, embora o item 8.2 cuide de *aquisição do poder de controle*, em contraposição a *alienação de controle* (expressão empregada no item 8.1), não se desprende do conceito de que, para tornar obrigatória a OPA, deve necessariamente haver um acionista controlador, cujas ações são adquiridas. A ausência de regulação da aquisição de controle de companhias com capital pulverizado é uma falha grave do Regulamento, como já mencionado e como será analisado em detalhes mais adiante<sup>117</sup>.

É curioso que tenha sido assim, pois um dos objetivos do Novo Mercado é justamente que as companhias possuam maior nível de dispersão acionária. Somente o fato de estar arraigada no direito societário brasileiro a ideia de companhias com acionista controlador pode explicar essa lacuna. Nem o próprio Regulamento imaginava que o desenvolvimento do mercado de capitais levaria, no tempo de poucos anos, ao nível de dispersão acionária hoje verificado nas companhias nele listadas.

A respeito da aquisição originária de controle, o Regulamento limitou-se a observar, no item 8.6, que a BM&FBOVESPA pode editar normas complementares sobre ofertas públicas para aquisição de ações. Não o fez até a presente data. Sobre as ofertas para aquisição de controle, consta apenas o item 4.8, segundo o qual o Conselho de Administração deve elaborar e tornar público parecer prévio fundamentado sobre toda e qualquer oferta pública de aquisição, devendo manifestar-se sobre a conveniência e oportunidade da oferta, levando em conta (i) o interesse dos acionistas, (ii) os planos estratégicos da companhia, (iii) os interesses da companhia e (iv) outros pontos que considerar relevantes. Ao final,

117 SALOMÃO FILHO manifesta preocupação com as escaladas em bolsa e a necessidade de estender-se a OPA para a hipótese de *alienação* do controle minoritário; o mesmo raciocínio aplica-se à ausência de disciplina sobre a aquisição de controle de companhia com capital pulverizado, esta ainda mais sujeita às escaladas (cf. COMPARATO e SALOMÃO FILHO. *O poder...*, cit., 2008, p. 244, nota de texto 4).



deverá o Conselho de Administração manifestar opinião fundamentada em sentido favorável ou contrário à aprovação da oferta.

Esse item foi introduzido no Regulamento pela reforma procedida em 2010, concretizando o princípio de que os administradores devem atuar no sentido de prover o máximo de informações aos acionistas sobre as ofertas de aquisição. Trata-se, porém, de uma disposição isolada, que deveria ser complementada por outras para estruturar um modelo adequado de disciplina às ofertas públicas. A ausência de outras normas a esse respeito no Regulamento do Novo Mercado é, porém, até certo ponto, suprida pela Instrução CVM nº 361/2002, cuja reforma em 2010 teve por foco principal o tratamento da OPA para aquisição de controle.

### I.C. INICIATIVA CONTRATUAL: OPA ESTATUTÁRIA

Como se viu no Capítulo III, da Parte I, são frequentes cláusulas, inseridas nos estatutos sociais de companhias listadas no Novo Mercado, estabelecendo uma oferta obrigatória de aquisição da totalidade das ações dos demais acionistas, em virtude da aquisição de determinada participação mínima no capital social<sup>118</sup>.

Há importante variação quanto ao conteúdo dessas cláusulas, ao estabelecer a OPA estatutária<sup>119</sup>. Os percentuais definidos como gatilho

118 Uma redação comum, mencionada em PINTO e YAZBEK. Memorando..., cit., 2008, é a seguinte: "Qualquer acionista que adquira ou se torne titular de ações de emissão da companhia, em quantidade igual ou superior a X% do total de ações de emissão, excluídas para os fins deste cômputo as ações em tesouraria, deverá, no prazo de 30 (trinta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a X% do total de ações de emissão da companhia, realizar ou solicitar o registro de uma oferta pública de aquisição de ações para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia. O preço de aquisição de cada ação de emissão da companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) X% da cotação unitária mais alta atingida pelas ações de emissão da companhia durante o período de X meses anterior à realização da oferta em qualquer bolsa de valores em que as ações da Companhia forem negociadas; (ii) X% do preço unitário mais alto pago pelo acionista adquirente durante o período de X meses anterior à realização da oferta para uma ação ou lote de ações de emissão da companhia; e (iii) o valor econômico apurado em laudo de avaliação".

119 Cf. Parte I, Capítulo III, apresentando as características gerais dessas cláusulas estatutárias e sua frequência na realidade empírica. Sobre o tema, cf. PINTO

da oferta variam, em média, de 10% a 35%. O valor da oferta também observa importante variação, sendo comum, porém, a determinação de ágio elevado em relação à cotação da ação em bolsa (algumas vezes, da ordem de 50%), ou em relação a outros possíveis indicadores, inclusive valor econômico apurado em laudo de avaliação.

Também é comum que a OPA estatutária venha *entrancheirada*<sup>120</sup>, isto é, acompanhada de outras cláusulas que visam a impedir sua modificação ou supressão<sup>121</sup>. São duas as modalidades mais frequentes: (i) a imposição, ao acionista que votar a favor da modificação ou da supressão da cláusula, do dever de realizar a OPA estatutária; e (ii) a suspensão dos direitos de voto do acionista que, ao adquirir a participação acionária mínima nela prevista, deixar de formular a oferta, com fundamento no art. 120 das Lei das S.A.

A doutrina, ao analisar o instituto<sup>122</sup>, adotou, em geral, visão crítica quanto aos seus efeitos econômicos, apontando, ainda, para a antijuridicidade de muitos de seus aspectos. ZANINI<sup>123</sup> defende a ilegalidade da OPA estatutária, sempre que for estabelecida em percentual inferior ao do maior acionista, ou do acionista controlador, porque, dentre outros motivos, criaria uma "reserva de controle", ou seja, um patamar de ações que somente o acionista controlador poderia superar, além de implicar tratamento desigual entre acionistas de mesma classe, em violação ao § 1º do art. 109 da Lei das S.A. Aponta, ainda, que haveria violação ao sistema da Lei das S.A. de outorga de determinados direitos em função de certas participações mínimas de capital (v.g., eleição de membros do conselho de administração – art. 141, § 4º). O Parecer

e YAZBEK, Memorando..., cit., 2008; GORGA. Changing..., cit., 2009; CARVALHOSA. As poison..., cit., 2009; TOLEDO. Poison..., cit., 2009; MUNHOZ. Transferência..., cit., 2010; PRADO. Desconcentração..., cit., 2010; e ZANINI. A poison..., cit., 2011.

120 Cf. ZANINI. A poison..., cit., 2011, p. 261.

121 Referidas como cláusulas pétreas por PINTO e YAZBEK. Memorando..., cit., 2008.

122 Cf. GORGA. Changing..., cit., 2009; CARVALHOSA. As poison..., cit., 2009; TOLEDO. Poison..., cit., 2009; PRADO. Desconcentração..., cit., 2010; ZANINI. A poison..., cit., 2011.

123 Cf. ZANINI. A poison..., cit., 2011, p. 267.



CVM nº 36/2009, por sua vez, opinou no sentido da ilegalidade da cláusula que impõe a obrigação de realizar a oferta ao acionista que votar a favor da supressão ou da modificação da cláusula estatutária que a estabelece. Segundo a CVM, essa imposição de voto viola o art. 115 da Lei das S.A., na medida em que impõe ao acionista o dever de votar eventualmente contra o interesse da companhia<sup>124</sup>.

Não parece haver dúvida quanto à antijuridicidade da cláusula que impede a modificação ou supressão da OPA estatutária pela imposição, ao acionista que votar nesse sentido, da obrigação de realizar a OPA. Também não se pode deixar de reconhecer abusos, sobretudo quanto à definição do valor da oferta e ao percentual mínimo necessário para dispará-la, que podem ensejar outras antijuridicidades<sup>125</sup>.

Para tentar justificar essas características, é comum o argumento de que a cláusula visa a proteger a dispersão acionária<sup>126</sup>. Trata-se de um argumento difícil de ser sustentado, em especial ao cuidar-se de companhia com acionista controlador majoritário ou minoritário com participação bem superior ao percentual mínimo estabelecido na cláusula. Ademais, para assegurar o nível de liquidez, como é mais importante, e mesmo a dispersão acionária, a OPA estatutária é desnecessária, pois há na regulação instrumentos mais eficientes para garantir esses objetivos: (i) a OPA por aumento de participação (prevista no art. 4º, § 6º, da Lei das S.A. e regulada pela Instrução CVM nº 361/2002); (ii) o Percentual Mínimo de Ações em Circulação, previsto no Regulamento do Novo Mercado; e (iii) o princípio da não surpresa, pelo qual as aquisições de participação acionária superior a determinado patamar devem ser prontamente informadas (cf. Instrução CVM nº 358/2001, art. 12, que estabelece em 5% o patamar mínimo; a partir dele, há obrigação de prestar a informação, a cada nova elevação de 5%).

É de se concluir, portanto, que as cláusulas com as características antes descritas têm, no mais das vezes, como finalidade autêntica reforçar o poder do acionista controlador (ou seja, atuar como mecanismo

124 Cf. PINTO e YAZBEK. Memorando..., 2008.

125 Cf. ZANINI. *A poison...*, cit., 2011; CARVALHOSA. *As poison...*, cit., 2009.

126 Cf. PINTO e YAZBEK. Memorando..., cit., 2008.

de reforço do controle)<sup>127</sup>, impedindo que outro acionista atinja participação acionária superior à sua, ou, ainda, evitando a formação de minorias acionárias com influência relevante<sup>128</sup>. Desse modo, o acionista controlador (majoritário ou minoritário) tem espaço para ter sua participação reduzida, seja pela venda de parte de suas ações, seja por diluição decorrente de aumento de capital, como é comum ocorrer no Novo Mercado<sup>129</sup>, sem sofrer o risco de ter sua posição de controle ameaçada. Nesse sentido, a OPA estatutária pode constituir-se na mais nova forma de dissociação de poder empresarial e propriedade do capital no direito brasileiro.

A despeito das considerações anteriores, na visão deste livro, é preciso analisar casuisticamente as OPA's estatutárias. Como bem apontado no Memorando de Justificação ao Parecer CVM nº 36/2009<sup>130</sup>, diante da ausência de regulação sistemática a respeito da aquisição de controle acionário de companhia sem acionista controlador no Brasil, a OPA estatutária pode exercer função importante. Em processos de aquisição de controle, ela pode neutralizar o problema de coordenação e a pressão para vender, além de garantir tratamento igualitário entre os acionistas.

É curioso notar, a esse respeito, que embora os estudos sempre apontem para a origem norte-americana do instituto, transplantado para terras nacionais, o fato é que a estrutura da OPA estatutária é muito próxima à da oferta obrigatória da Diretiva Europeia, amplamente difundida entre os países europeus. De fato, tanto quanto sua similar

127 Cf. Parte I, Capítulo III, supra.

128 Cf. CARVALHOSA. *As poison...*, cit., 2009, p. 21: "O que tem ocorrido atualmente no mercado brasileiro é um desvirtuamento da proposta da poison pill: ao invés de oferecerem proteção contra ofertas inesperadas de tomada de controle, acabam sendo utilizadas como forma de manutenção do atual controle na companhia".

129 Cf. Parte I, Capítulo III, supra.

130 PINTO e YAZBEK. Memorando..., cit., 2008: "De qualquer modo, parece claro que esse regime é superior às duas alternativas disponíveis no momento: um regime sem poison pills, em que os acionistas podem ser tratados de maneira desigual e coagidos a vender suas ações; ou um regime com cláusulas péticas, que impede negócios eficientes e protege excessivamente a administração".



européia, a OPA estatutária decorre da aquisição de uma participação mínima no capital social. Além disso, em muitos casos, ela define como valor da oferta o preço pago pelo adquirente pelas ações que lhe venderam a participação acionária mínima, ou ainda o maior valor pago dentro de certo prazo antes da aquisição.

Isso demonstra que a OPA estatutária, se bem elaborada, pode constituir a resposta contratual à ausência de regulação adequada. Trata-se, na realidade, do primeiro caso de OPA obrigatória do direito brasileiro que decorre não de uma *alienação de controle* (OPA por alienação e OPA do Novo Mercado), mas sim de uma *aquisição originária*.

Essa é a função relevante da OPA estatutária, que a pode fazer consentânea com a lei societária e eficiente do ponto de vista econômico. Os fatores para isso são: (i) que o valor da oferta guarde referência com o valor da aquisição da participação acionária que a tornou obrigatória, ou com a cotação das ações em bolsa dentro de determinado prazo próximo da aquisição, ou ainda com o valor econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) que o percentual mínimo necessário para disparar a oferta seja compatível com a estrutura da propriedade do capital da companhia, de tal modo que não impeça aquisições minoritárias de participação acionária; e (iii) que possam ser alteradas por deliberação da maioria.

A regra de que os acionistas podem suprimir a cláusula por deliberação majoritária, até certo ponto, debela os problemas que ela pode apresentar em termos de fixação de ágio excessivamente elevado, ou de participação mínima excessivamente baixa para deflagrá-la. Há, afinal, um remédio para afastar a OPA nela prevista: a vontade da maioria. A solução seria análoga à orientação, no direito norte-americano, de que os acionistas podem neutralizar as medidas de defesa adotadas pelos administradores, mediante uma votação que os substitua do cargo<sup>131</sup>. Para assegurar essa possibilidade, na reforma de 2010, foi incluída no Regulamento do Novo Mercado (item 3.1.2(ii)) vedação expressa a disposições do estatuto social que “*impeçam o exercício de voto*

131 Cf. Parte II, tópico II.D.4.a., supra.

*favorável ou imponham ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou alteração de cláusulas estatutárias”.*

Contudo, a simples presença da cláusula, ainda que passível de supressão pela maioria, pode afastar o interesse de potenciais adquirentes. Esse efeito *ex ante* da cláusula não é neutralizado pela regra de que pode ser revista pela maioria<sup>132</sup>.

Tanto não bastasse, a opinião da CVM não é vinculante, de modo que a eventual nulidade da cláusula que impede a supressão da OPA estatutária haveria de ser declarada pelo Poder Judiciário ou por arbitragem. A morosidade do processo, ou a insegurança e a incerteza quanto ao seu resultado, são fatores adicionais a afastar potenciais adquirentes, ou mesmo a inviabilizar a concretização de aquisições de controle eficientes e, pior, desejadas pela maioria dos acionistas.

Por isso, ao contrário do sustentado no referido Memorando relativo ao Parecer CVM nº 36/2009, não basta assegurar que a OPA estatutária possa ser modificada pela regra da maioria para evitar que produza efeitos econômicos negativos. É preciso que, juntamente com essa possibilidade, venham os outros requisitos, de que antes se cuidou.

Esse é o quadro das OPA's estatutárias, comuns nos estatutos sociais de companhias listadas no Novo Mercado.

## I.D. SÍNTESE DESCRITIVA

A análise das diferentes fontes de regulação, empreendida nos tópicos anteriores, permite sintetizar as seguintes formas de aquisição de controle acionário possíveis no Brasil, relacionadas aos seus respectivos regimes jurídicos:

(i) aquisição mediante negócios privados (em bolsa de valores ou fora dela) de compra de ações não integrantes do bloco de controle, ou seja, de titularidade de acionistas não controladores (*Aquisição Pri-*

132 A respeito da redução da procura de ofertantes *ex ante*, cf. EASTERBROOK e FISCHER. *The proper...*, cit., 1981; GILSON. *A structural...*, cit., 1981; BEBCHUK. *The case for...*, cit., 1982; e BEBCHUK. *The case against for...*, cit., 2002.



vada<sup>133</sup>): não há obrigatoriedade de OPA, prevalecendo o modelo de mercado;

(ii) aquisição da integralidade ou de parte das ações integrantes de bloco de controle (majoritário ou minoritário<sup>134</sup>), ou seja, ações de titularidade do acionista controlador, acompanhada, ou não, de Aquisição Privada, tornando o adquirente o novo acionista controlador (*Alienação de Controle*<sup>135</sup>): há obrigatoriedade da OPA prevista no art. 254-A, bem como da OPA prevista nos itens 8.1 e 8.2 do Regulamento do Novo Mercado, para as companhias nele listadas;

(iii) aquisição mediante oferta pública dirigida ao conjunto de acionistas (*Aquisição mediante Oferta Pública*<sup>136</sup>): há obrigatoriedade de seguir-se a disciplina da OPA para aquisição de controle (art. 257, Lei das S.A.; arts. 32 a 32-G, Instrução CVM nº 361/2002);

(iv) *Aquisição Privada* que implique o atingimento de um percentual mínimo (em geral, de 10% a 35%) de participação acionária de companhia cujo estatuto social contenha cláusula de oferta pública (*Aquisição de Participação Mínima Estatutária*<sup>137</sup>): há obrigatoriedade da OPA prevista na respectiva cláusula estatutária, se houver.

Note-se que, a cada modalidade de aquisição, com exceção da *Aquisição Privada*, incidem diferentes espécies de oferta obrigatória. Assim, é teoricamente possível a concorrência, na mesma modalidade de aquisição, de diversas ofertas. A título ilustrativo, a aquisição de um bloco de controle majoritário pode, em tese, disparar a OPA por alienação de controle, a OPA do Novo Mercado e a OPA estatutária. Pode ocorrer, ainda no mesmo exemplo, que a aquisição dessa participação

---

133 Doravante, forma de aquisição designada como *Aquisição Privada*.

134 No caso de bloco minoritário, há corrente de entendimento segundo a qual o art. 254-A da Lei das S.A. não é aplicável (cf. Parte III, tópico I.A.I.b.(A), supra). Assim, segundo essa interpretação, no caso de companhias não listadas no Novo Mercado, a aquisição de ações de titularidade de acionista controlador minoritário ficaria sujeita ao regime do item (i), ou seja, seria uma *Aquisição Privada*.

135 Doravante, designada como *Alienação de Controle*.

136 Doravante, designada como *Aquisição mediante Oferta Pública*.

137 Doravante, designada como *Aquisição de Participação Mínima Estatutária*.

majoritária no capital votante da companhia tenha resultado de uma OPA para aquisição de controle. Para solucionar essa questão o art. 34, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002 estabelece expressamente que “A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta”. Esse princípio, diante de tantas modalidades diversas de OPA, é de fundamental importância e será analisado em mais detalhes adiante.