

"A QUARTIER LATIN teve o mérito de dar início a uma nova fase, na apresentação gráfica dos livros jurídicos, quebrando a firmeza das capas neutras e trocando-as por edições artísticas. Seu pioneirismo impactou de tal forma o setor, que inúmeras Editoras seguiram seu modelo."

IVES GANDRA DA SILVA MARTINS

Editora Quartier Latin do Brasil

Empresa Brasileira, fundada em 20 de novembro de 2001

Rua Santo Amaro, 316 - CEP 01315-000

Vendas: Fone (11) 3101-5780

Email: quartierlatin@quartierlatin.art.br

Site: www.quartierlatin.art.br

Coordenação:

RODRIGO R. MONTEIRO DE CASTRO

Advogado em São Paulo. Presidente do IDSA. Mestre em Direito Comercial pela PUC/SP. Diretor e conselheiro do MDA – Movimento de Defesa da Advocacia

LUÍS ANDRÉ N. DE MOURA AZEVEDO

Advogado em São Paulo. Mestrando em Direito Comercial (USP). Especialista em Direito Societário (EDES/FGV). Professor e Assistente de Coordenação de Cursos da GYLAW (EDES/FGV). Diretor do IDSA.

PODER DE CONTROLE E OUTROS TEMAS DE DIREITO SOCIETÁRIO E MERCADO DE CAPITAIS

Editora Quartier Latin do Brasil

São Paulo, outubro de 2010

quartierlatin@quartierlatin.art.br

www.quartierlatin.art.br

patrimoniais, e no passivo, se for liquidado em caixa. A contrapartida, conforme o CPC 10, será em conta de ativo (por exemplo, custo para formação de estoques) ou em conta de despesa (por exemplo, despesa operacional, no caso de o custo dos serviços corresponder a esse tipo de despesa, ou participação nos lucros, nos casos em que o direito aos instrumentos outorgados estiver relacionado ao atingimento de lucro líquido da companhia).

Vê-se, portanto, que houve relevante mudança conceitual no que concerne à contabilização das opções. Se antes o "custo" das opções era representado, basicamente, pela diluição experimentada quando de seu exercício, hoje é mais fielmente capturado com base no valor que, por assim dizer, poderia ter ingressado na companhia caso as mesmas ações, subjacentes às opções, fossem oferecidas ao mercado, a um preço compatível, na data da oferta, com os critérios previstos no § 1º do art. 170 da LSA. O formato e a quantidade das outorgas de opções requerem hoje, portanto, decisões mais criteriosas e fundamentadas das companhias brasileiras.

Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública*

Nelson Eizirik

Advogado no Rio de Janeiro e em São Paulo

* Para do presente artigo foi desenvolvida em parecer, cuja tese central foi aceita pela maioria dos membros do Colegiado da CVM, no julgamento do Processo 2009/1956, decidido em 15/02/2009.

A. CONSIDERAÇÕES INTRODUTÓRIAS

A oferta pública por ocasião da alienação de controle de companhia aberta é exigida, em diversos países, com o objetivo de assegurar ao acionista minoritário o direito de vender as suas ações em conjunto com o antigo controlador, no momento em que este transfere o poder de controle para um terceiro.

Em nosso ordenamento jurídico, a oferta pública decorrente da alienação de controle de companhia aberta passou a ser exigida a partir do advento da Lei n.º 6.404/1976, cujo artigo 254 impunha ao adquirente do controle a obrigação de estender aos demais acionistas o mesmo preço que havia pago ao alienante do bloco de ações que lhe assegurava o poder de controle.

A Lei n.º 9.457/1997, em seu artigo 6.º, revogou expressamente o artigo 254 e os §§ 1.º e 2.º do artigo 255 da Lei das S.A., eliminando, dessa forma, de nosso sistema jurídico, a oferta pública obrigatória de aquisição de ações dos minoritários, decorrente da alienação do controle acionário de companhia aberta.

A Lei n.º 10.303/2001 restaurou, sob novas condições, a obrigatoriedade de realização de oferta pública aos acionistas minoritários em virtude da alienação de controle de companhia aberta, ao introduzir na Lei das S.A. o artigo 254-A.

Ao invés de obrigar o adquirente do controle a oferecer aos demais acionistas as mesmas condições contratadas com o antigo controlador, o referido artigo 254-A determina que ele pague aos minoritários titulares de ações com direito a voto, um preço no mínimo, igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle.

A exigência da realização da oferta pública por ocasião da alienação de controle de companhia aberta constitui uma das questões mais debatidas de nosso Direito Societário, tendo suscitado diversos estudos doutrinários, bem como motivado inúmeras decisões da Comissão de Valores Mobiliários - CVM - e do Poder Judiciário, tanto na vigência da redação original da lei societária quanto após a restauração do instituto pela Lei n.º 10.303/2001.

Os estudos e os precedentes administrativos e judiciais a respeito do tema enfrentaram diversas questões polémicas derivadas da regra contida nos artigos 254 e 254-A da Lei das S.A., tais como a obrigatoriedade da oferta pública nas alienações indiretas de controle, a definição dos destinatários da oferta, a caracterização da alienação de controle nos casos de companhias controladas por meio de acordos de acionistas, a não incidência da OPA obrigatória nas hipóteses de aquisição originária de controle, entre outros.

No entanto, a eventual exigibilidade da oferta pública por alienação de controle, em decorrência da transferência da participação acionária detida pelo maior acionista individual de companhia aberta em que nenhum acionista, ou grupo de acionistas vinculados por acordo de voto, seja titular de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante, que constitui a questão central do presente artigo, praticamente não foi analisada, de forma direta e sistemática, em textos doutrinários ou em decisões da CVM ou do Poder Judiciário.

B. DEFINIÇÃO LEGAL DE ACIONISTA CONTROLADOR E SEU ÂMBITO DE APLICAÇÃO

A Lei n.º 6.404/1976 reconheceu a existência do poder de controle nas sociedades anônimas, definindo-o não em função da titularidade da maioria do capital votante, mas essencialmente em virtude do efetivo exercício da direção das atividades sociais¹.

Nos termos do artigo 116 da Lei das S.A.:

- entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:
- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
 - b) usa efetivamente o seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Como se verifica, a identificação do acionista controlador pressupõe a presença cumulativa de três requisitos: a) a predominância de votos nas assembleias gerais, com a eleição da maioria dos administradores; b) a permanência dessa predominância; e c) o uso efetivo do poder de dominação².

A análise dos requisitos constantes do artigo 116 da Lei das S.A. denota claramente que o legislador optou por não exigir a propriedade de percentual mínimo de ações votantes para caracterizar a figura do acionista controlador.

1 NELSON EIZIRIK. *Oferta Pública de Aquisição de Companhia Aberta*. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: ICB, 2002, p. 236.

2 LAMY FILHO, ALFREDO e BUIHÕES, PEDREIRA, JOSÉ LUIZ. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 2.ª ed., vol. 2, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 197.

A lei societária reconhece no acionista controlador o verdadeiro dirigente dos negócios sociais, ou seja, aquele que manifesta a vontade prevalente nas votações das assembleias gerais e na eleição dos administradores da companhia. É controlador quem, de fato, determina a condução das atividades da sociedade.

Assim, a caracterização do acionista controlador não prescinde da circunstância fática de que ele efetivamente exerça o controle. Ou seja, além de ser titular dos direitos de sócio que lhe permitam dirigir ou eleger quem irá dirigir a companhia, o controlador deve efetivamente dirigi-la ou eleger a maioria dos administradores³.

Dessa forma, não será considerado acionista controlador, para os efeitos da Lei das S.A., a pessoa que, embora detendo quantidade de ações que, em tese, lhe assegure a maioria dos votos nas assembleias gerais, não utiliza efetivamente tal poder para impor sua vontade na condução dos negócios sociais e na eleição da maioria dos administradores.

O fato de o artigo 116 não exigir um percentual mínimo de ações para permitir a identificação do acionista controlador, bem como subordiná-la ao efetivo exercício do poder de dominação, evidencia que a Lei das S.A. admitiu implicitamente a existência do controle minoritário.

O controle minoritário caracteriza-se quando um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante, seja porque as ações de emissão da companhia estão dispersas no mercado, de modo que nenhum outro acionista ou grupo está organizado ou detém maior volume de ações com direito de voto, seja porque o acionista majoritário não exerce efetivamente o poder de controle.

Portanto, em determinadas situações, um acionista ou grupo de acionistas pode qualificar-se como controlador da companhia, preenchendo os dois requisitos do artigo 116 da Lei das S.A., mesmo sem deter a maioria do seu capital votante.

O objetivo essencial da regra prevista no artigo 116 da lei societária, ao permitir a identificação do acionista controlador, foi possibilitar a sua responsabilização pelos atos abusivos eventualmente praticados no exercício do poder de controle.

Com efeito, no sistema vigente antes da edição da Lei nº 6.404/1976, em que não existia a figura legal do acionista controlador, prevalecia a noção de que as decisões da companhia eram tomadas democraticamente pela maioria dos acionistas, reunidos nas Assembleias Gerais.

Para evitar a diluição de responsabilidade que este sistema acarretava — pois não se podia apontar o acionista efetivamente responsável pelas deliberações sociais —, a Lei nº 6.404/1976 definiu a figura do acionista controlador e, ao mesmo tempo, atribuiu-lhe uma série de deveres não imputáveis aos demais acionistas.

Neste sentido, o parágrafo único do artigo 116 da Lei das S.A. presumiu a existência de uma relação fiduciária entre o acionista controlador e os demais grupos de interesses que gravitam em torno da companhia — os denominados *stakeholders* —, estabelecendo que o controlador tem deveres e responsabilidades perante os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e a comunidade em que ela atua. Tal regra é complementada pelo disposto no artigo 117 da Lei das S.A., que expressamente determina que o acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder e relação, de forma exemplificativa, uma série de hipóteses que configuram a sua conduta abusiva.

Assim, poderá acarretar a responsabilidade por abuso do poder de controle qualquer ato em que fique caracterizada a sua utilização para atender a interesses particulares do próprio controlador, em prejuízo dos interesses da sociedade e dos demais que ele tem o dever de preservar (outros acionistas, trabalhadores e comunidade)⁴.

Ora, para efeitos de responsabilização por prejuízos causados, que constitui o principal objetivo dos artigos 116 e 117 da Lei das S.A., foi perfeitamente adequada a opção do legislador de exigir o efetivo exercício do controle para a identificação do acionista controlador, dispensando a titularidade de uma quantidade mínima de ações.

Afinal, o responsável pelos danos é, em princípio, aquele que efetivamente praticou a conduta lesiva, independentemente do percentual de participação acionária por ele detida; se determinado acionista, embora não majoritário, toma efetivamente as decisões a respeito dos negócios da companhia, deve responder pelos prejuízos por elas acarretados.

3 PRADO, ROBERTA NIOAC. *Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A.* São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 126.

4 EIZERIK, NELSON; GAL, ARIADNA B.; PARENTE, FLÁVIA e HENRIQUES, MARCUS DE FREITAS. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 374.

C. IMPOSSIBILIDADE DE APLICAÇÃO AUTOMÁTICA DO CONCEITO LEGAL DE CONTROLADOR AOS CASOS DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE

Na maioria dos casos em que o acionista ou grupo controlador, conforme a definição contida no artigo 116 da Lei nº 6.404/1976, vende as ações de sua propriedade, tal operação caracteriza efetiva alienação de controle da companhia, posto que, em regra, o bloco de ações cedidas deverá ser suficiente para assegurar a transferência da titularidade do poder de controle para o adquirente.

Porém, o artigo 116 da lei societária não pode servir de base para a interpretação de todos os casos de alienação de controle, visto que, em determinadas situações, a aplicação automática do conceito de acionista controlador para se analisar se deve ser realizada a oferta pública prevista no artigo 245-A conduziria a resultados equivocados.

Neste sentido, vale mencionar a hipótese em que determinado acionista, embora detendo a maioria do capital votante da companhia aberta, não exerce efetivamente o poder de controle, pois não comparece às assembleias gerais nem interfere na eleição dos administradores. Tal acionista não pode ser considerado controlador, para efeitos do artigo 116 da Lei das S.A., visto que não preenche o requisito constante da alínea "b" do referido dispositivo legal.

No entanto, a eventual alienação das ações de sua propriedade contemplaria um bloco capaz de assegurar, em caráter permanente, o exercício do poder de controle sobre a companhia, permitindo, inclusive, que o vendedor, mesmo não sendo controlador, recebesse o ágio decorrente da transferência do poder de controle. Ou seja, embora o alienante não exerça efetivamente o controle, ele é titular de um bloco de controle, cuja alienação permite ao adquirente passar a exercer, de imediato e por sua exclusiva vontade, as prerrogativas do controle acionário. Assim, caso o acionista em tela venda a totalidade das ações de sua propriedade, não há dúvida de que ficará caracterizada a alienação de controle da companhia e, consequentemente, o adquirente estará obrigado a formular a oferta pública para adquirir as demais ações com direito a voto⁵.

A situação acima descrita evidencia, portanto, a impossibilidade de se utilizar a regra do artigo 116 da lei societária para se analisar todos os casos de alienação de controle.

Tal conclusão é ainda confirmada pelo fato de o § 1º do artigo 254-A da Lei nº 6.404/1976, ao explicitar o que se deve entender por "alienação de controle", não fazer referência à definição contida no artigo 116 da lei societária ou mesmo à expressão "acionista controlador", conforme já reconhecido pelo Colegiado da CVM⁶:

27. Começo pelas consequências da inexistência de menção a "acionista controlador". Como se vê do art. 254-A, fala-se apenas em "alienação de controle", mas não se menciona o "acionista controlador" ou se faz referência ao art. 116. (...)

28. Analisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. (...) Já o art. 254-A tem finalidade de muito diferente. Ele pretende conferir a possibilidade de uma "com-pensação" à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estranho social), quando essa estabilidade for perturbada. O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a "[a] alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta".

29. Dada a diferença de função dos dispositivos, creio que a omissão do art. 254-A não pode ser simplesmente tratada como um lapso a ser preenchido por analogia ou mediante integração. Ao contrário, ela deve ser explorada, para ver se conseguimos uma interpretação útil do art. 254-A, respeitando a omissão encontrada. (destacamos)

Recentemente, o Colegiado da CVM reafirmou a noção de que "o art. 116 da Lei nº 6.404/76 não é um bom parâmetro para determinar se uma operação deve dar ensejo a uma oferta pública", visto que ele "define o que é

5 CARVALHO SA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 145. CUNHA PEREIRA, CUILLIERME DORING. *Alienação do Poder de Controle*. Aconário. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 203/204.

6 Voto proferido pelo ex-Diretor da CVM, Pedro Oliva Marcilio, no julgamento do Processo nº RJ 2005/4059, realizado em 11.04.2006.

'acionista controlador' e não o que é 'controle', bem como porque "visa a identificar o acionista controlador para uma finalidade diversa, qual seja, res-ponsabilizá-lo por abuso de poder".

Assim, a definição legal de acionista controlador, cujo objetivo essencial, conforme referido, é permitir a sua responsabilização por abuso do poder de controle, não pode ser aplicada automaticamente aos casos em que se discuta a eventual alienação de controle de companhia aberta, a fim de se verificar a obrigatoriedade da oferta pública para aquisição das ações ordinárias em cir- culação no mercado.

D. A APLICAÇÃO DO ARTIGO 254-A AOS CASOS DE CONTROLE MINORITÁRIO

Diante do acima exposto, constata-se que, para se concluir sobre a obri- gatoriedade da oferta pública prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/ 1976, é fundamental verificar se determinada operação caracteriza, em si, a "alienação de controle" da companhia aberta, sendo dispensável saber se, pe- los requisitos do artigo 116 da Lei societária, o alienante pode ser considerado como controlador.

A propósito, a expressão "alienação de controle" foi definida pelo § 1º do artigo 254 da Lei das S.A. nos seguintes termos:

Art. 254-A - (...)

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversí- veis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. (destacamos)

○ dispositivo, embora redigido de forma "circular", procurou conferir aceção ampla à expressão "alienação de controle", prevenindo que ela pode decorrer de quatro diferentes modalidades de operações, quais sejam, a trans-

ferência, direta ou indireta, de: (i) ações integrantes do bloco de controle, (ii) ações vinculadas a acordos de acionistas, (iii) valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto ou (iv) direitos de subscrição de ações, ou outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, desde que tal operação resulte na "alienação de controle acionário da sociedade", isto é, na efetiva transferência do controle para terceiros.

Assim, pode-se afirmar que a caracterização da "alienação de controle" pressupõe a transferência de ações ou valores mobiliários conversíveis em ações integrantes do bloco de controle.

Portanto, para a configuração da "alienação de controle", que dê ensejo à realização da oferta pública prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/1976, é imprescindível a transferência do bloco de controle ou, ao menos, de parte das ações que o compõem.

O bloco de controle consiste no conjunto de ações de emissão da compa- nhia, de propriedade de um único acionista ou de um grupo de acionistas vinculados por acordo de votos ou sob controle comum, que assegura ao seu titular o exercício do poder de controle da companhia.

O bloco de controle constitui uma universalidade de fato, com existen- cia autônoma em relação às diversas ações que o integram, individualmente consideradas. Por se tratar de uma universalidade de fato, o bloco de controle somente existe enquanto as ações que o integram são de propriedade da mes- ma pessoa ou do mesmo grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sobre controle comum⁸.

Para que o conjunto de ações de propriedade de determinado acionista ou grupo de acionistas possa ser identificado como "bloco de controle" faz-se necessário que ele assegure aos seus detentores o exercício do poder de contro- le independentemente de qualquer outra circunstância, como a participação dos demais acionistas nas assembleias gerais.

Com efeito, não faria sentido reconhecer a existência de um ente coleti- vo, cujo atributo essencial - assegurar o exercício do poder de controle por seu detentor - dependa de circunstâncias estranhas à simples propriedade do con- junto de bens individuais que o compõem e à vontade de seu titular.

7 Voto proferido pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto, no julgamento do Processo nº R1 2008/4156, realizado em 17.06.2008.

8 LAMY FILHO, ALFREDO e BULLHÖES PEDREIRA, JOSÉ LUIZ. *op. cit.*, 1996, p. 652.

Somente existe um "bloco de controle", como uma universalidade que pode ser objeto de negócios jurídicos próprios, se ele for composto por ações representativas de mais da metade do capital votante da companhia, de forma a assegurar ao seu titular, em qualquer circunstância, o exercício do poder de controle.

Nas companhias sujeitas ao controle minoritário, não existe um "bloco de controle", mas apenas um conjunto de ações com direito a voto que, ocasionalmente, permite ao seu titular — o acionista controlador — exercer as prerrogativas que identificam o poder de controle.

Dessa forma, diante da inexistência de um bloco de controle, não há como ocorrer uma alienação de controle, apta a ensejar a aplicação da regra prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., em companhias sujeitas ao controle minoritário ou naquelas que não possuam controlador definido.

Vale salientar que somente pode alienar o controle de determinada companhia, aquele que efetivamente seja o seu titular. Com efeito, seria manifestamente absurdo pretender-se que alguém possa alienar algo que não possui.

Logo, para se considerar que um acionista ou grupo de acionistas é efetivamente titular do poder de controle para os efeitos do art. 254-A é indispensável que detenha ações representativas de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante e, dessa forma, não possa perdê-lo, contra a sua vontade, em virtude da eventual ação de outros acionistas de reunirem uma quantidade maior de ações com direito a voto.

O acionista que, embora titular de participação minoritária no capital votante, faz prevalecer sua vontade nas deliberações da assembleia geral e elege a maioria dos administradores não detém o poder de controle, mas apenas o exerce em função da dispersão acionária ou do absentismo dos demais acionistas. Vale dizer, não se pode confundir a titularidade do controle acionário, que pressupõe a propriedade de ações representativas de mais da metade do capital votante, com o seu mero exercício, o qual pode decorrer de circunstâncias fáticas relacionadas à estrutura acionária da companhia.

O simples exercício, de fato, do controle acionário, é suficiente para se permitir a aplicação do artigo 116 da Lei das S.A., conforme, aliás, expressamente reconhece a alínea "b" de tal dispositivo.

No entanto, para que fique caracterizada a alienação de controle e, consequentemente, seja aplicável o comando previsto no artigo 254-A da Lei nº

6.404/1976, é indispensável a efetiva titularidade do poder de controle, até porque, repita-se, ninguém pode alienar algo que não possui.

As considerações acima aduzidas já foram expressamente reconhecidas na doutrina, conforme se verifica da lição de Nelson Motta, ainda na vigência da redação original da Lei das S.A.:

Evidentemente não é titular do poder de controle o acionista (ou grupo de acionistas) que dependa do voto de outros sócios, para fazer valer a sua vontade na assembleia geral. A rigor, só detém realmente o poder de controle o acionista (ou grupo de acionistas) que possa contar, de modo, senão permanente, pelo menos estável, com mais de 50% dos votos habilitados a concorrer à assembleia geral. Qualquer outra participação, percentualmente inferior, é insuficiente para conferir e assegurar o controle efetivo e incontratável sobre o resultado das deliberações.

Maiores relativas podem, eventualmente, e num quadro próprio de dispersão de votos, exercer as prerrogativas do poder de comando. Mas não se pode dizer que tal poder de comando seja permanente, seguro e certo. Enquanto não estiver configurada, na correlação de votos, a existência de maioria absoluta, o controle pode ser desfeito e referido, dependendo tão somente de novas e diferentes polarizações do capital votante.

(...)

Essas ponderações são pertinentes especialmente quando se trata de interpretar e aplicar a regra constante do art. 254 da Lei das S.A. (...)

Assim é que alienação do controle significa alienação da participação majoritária, capaz de formar, no âmbito da assembleia geral, a vontade da sociedade. (grifamos)

Conclui-se, portanto, que o acionista ou grupo detentor de ações representativas de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital votante não é titular do poder de controle, embora possa eventualmente exercê-lo e, por conta disso, ser legalmente considerado como acionista controlador, para os efeitos dos artigos 116 e 117 da Lei das S.A.

9 MORTA, NELSON CANDIEDO. Alienação do Poder de Controle Companhia. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 89, p. 42 a 44.

Logo, se acionista ou grupo em questão não é titular do poder de controle, não há como se considerar que a venda da participação acionária minoritária por ele detida caracterize a alienação de controle da companhia, e, conseqüentemente, torne obrigatória a realização da OPA prevista no artigo 254-A da Lei das S.A.

Em sentido contrário a tal conclusão, poder-se-ia eventualmente argumentar que, na vigência da redação original da Lei nº 6.404/1976, era exigível a oferta pública nos casos de companhia com controle exercido por pessoa – ou grupo de pessoas – titular de ações que não assegurassem a maioria absoluta dos votos. Com efeito, a Resolução CMN nº 401/1976 dispunha que, em tais hipóteses, considerava-se

acionista controlador, para efeitos da aludida Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculado por acordo de acionista, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe assegurem a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia.

Contudo, tal dispositivo regulamentar, que, aliás, sofreu críticas doutrinárias pela forma simplista como tratou a matéria¹⁰, foi expressamente revogado, em conjunto com toda a Resolução CMN nº 401/1976, pela Resolução CMN nº 2.927/2002.

Ademais, a redação dada ao artigo 254-A da Lei das S.A., pela Lei nº 10.303/2001 teve por objetivo, justamente, afastar a aplicação de determinadas orientações contidas na aludida Resolução, como a não obrigatoriedade da realização da OPA nos casos de alienação indireta de controle e nas hipóteses em que não fossem alienadas a totalidade das ações integrantes do bloco de controle¹¹.

Dessa forma, a análise da questão objeto do presente artigo deve ser feita exclusivamente com base no disposto no artigo 254-A da Lei das S.A., o qual, conforme acima referido, não autoriza a interpretação de que seria obrigatória a realização da oferta pública nos casos em que o controle seja eventualmente exercido por titular de menos da metade das ações com direito a voto.

Note-se, ainda, que a regra prevista no artigo 254-A da lei societária impõe uma consequência extremamente onerosa ao adquirente do controle

acionário de companhia aberta, na medida em que o obriga a comprar a totalidade das ações com direito a voto em circulação no mercado¹². Diante disso, somente se justifica a imposição de tamanho ônus ao eventual ofertante nas hipóteses em que se possa afirmar, com segurança, que ele efetivamente tornou-se titular de ações que lhe assegurem o exercício do controle.

Existindo uma situação de incerteza quanto ao exercício do controle por parte do adquirente, visto que a manutenção da condição de controlador depende da atuação dos demais acionistas, não se pode obrigá-lo a formular a oferta pública prevista no artigo 254-A da Lei das S.A.

Seria manifestamente descabido exigir-se a realização de uma oferta pública por alienação do controle se, a qualquer momento, até mesmo antes da implementação da OPA, o ofertante estivesse sujeito a perder a condição de controlador por circunstâncias absolutamente alheias a sua vontade, como o fato de outros acionistas que, começando a atuar em conjunto, passassem a deter maior participação acionária votante.

Logo, a obrigatoriedade da OPA por alienação de controle pressupõe a aquisição de ações integrantes do bloco de controle que permitam ao “novo controlador” deter mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante da companhia aberta, sendo inexigível a realização de tal oferta nos casos de controle minoritário, em que este é exercido, por definição, em bases precárias.

Aliás, a interpretação acima explicitada é a única que resulta em um critério objetivo e previsível para a análise dos casos de alienação de controle. Qualquer outra interpretação acabaria fazendo com que a obrigatoriedade da realização da OPA nas situações envolvendo eventual controle minoritário ficasse sujeita à mais absoluta incerteza, em detrimento da segurança jurídica, que, constitui um dos pilares essenciais para o bom funcionamento do mercado de capitais.

Embora o sistema jurídico busque inspiração no ideal de justiça, ele nasce da necessidade de segurança e certeza na vida em sociedade. Com efeito, é da segurança dos indivíduos sobre como os demais membros da comunidade vão com ele partilhar as suas relações que surge o desejo de tê-las regidas por um ordenamento legal. Os indivíduos, em comunidade, precisam da certeza sobre as relações sociais e de segurança de que as regras serão cumpridas, mesmo que à força.

10 CUNHA PEREIRA, GUILHERME DORING. *op. cit.*, 1995, p. 195.

11 CARVALHOSA, MODESTO e EIZIRIK, NELSON. *A Nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002, p. 396.

12 Voto proferido pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto, no julgamento do Processo nº RJ 2008/4156, realizado em 17.06.2008.

Na economia de mercado, a segurança jurídica é fundamental, na medida em que permite aos agentes econômicos (indivíduos, empresas, etc.) previrem como ocorrerão as relações de compra e venda de bens, instrumentalizadas mediante contratos, para que possam estabelecer o seu valor. Nesse sentido, eles "preveem" os bens negociados no mercado partindo da premissa de que as normas jurídicas que regulam tais transações são previsíveis.

Note-se que a conclusão ora exposta não implica em que a oferta pública por alienação de controle somente seja obrigatória em operações que envolvam a transferência de ações representativas de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante.

Com efeito, se o acionista ou grupo de acionistas titular do bloco de controle vende ações representativas de 30% (trinta por cento) do capital votante a um outro acionista que já detinha, individualmente, mais de 20% (vinte por cento) das ações com direito a voto, estará caracterizada a alienação de controle, para os efeitos do artigo 254-A da Lei das S.A.. Da mesma forma, também será obrigatória a oferta pública na hipótese de o grupo de votante de, por exemplo, 51% (cinquenta e um por cento) do capital votante transferir 40% (quarenta por cento) para determinado investidor e este, concomitantemente, celebrar acordo de voto com outro acionista.

Assim, podemos concluir que não é obrigatória a OPA por alienação de controle nas hipóteses envolvendo controle minoritário, isto é, naquelas em que o alienante não seja titular de ações representativas de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante da companhia aberta ou naquelas em que o adquirente não passe a deter mais da metade das ações com direito a voto ou, ao menos, a ser parte em acordo de voto que envolva participação acionária em tal montante.

O Conselho Fiscal nas Companhias de Capital Pulverizado

Denise Chachamovitz Leão de Salles

*Advogada em São Paulo. Especialista em Administração de Empresas
pela Fundação Getúlio Vargas. Especialista em Direito Empresarial
pela PUC - COGEM. Graduada pela Faculdade de Direito da
Universidade de São Paulo. Membro do IDSA*