

## 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 | vol. 45 | p. 207 | Jul / 2009  
Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 3 | p. 1201 | Dez / 2010  
DTR\2009\382

**José Alexandre Tavares Guerreiro**  
Advogado.

**Área do Direito:** Comercial/Empresarial  
**Sumário:**

- 1.Alienação de controle e art. 254-A - 2.Alienação do controle de companhia aberta para fins de OPA: caracterização - 3.Conclusão - 4.Resposta ao quesito

1. Conforme divulgado em fato relevante, a Companhia A, a Companhia B e a Companhia C realizaram, por intermédio da Companhia B, a aquisição de ativos do Grupo D, na proporção de 60% para Companhia C e 40% para Companhia A. Esses ativos são representados por Companhia E, Companhia F e Companhia G. Em face dessas operações, a Companhia C consulta-me sobre eventual necessidade de realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA), nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/1976.

### 1. Alienação de controle e art. 254-A

2. 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. Tanto é assim que não é qualquer tipo de alienação de ações ou de controle que dá ensejo à aplicação do art. 254-A da Lei 6.404/1976: somente a alienação do controle, de modo direto ou indireto, de companhia aberta. Por sua vez, as ações que podem conferir ao seu titular o poder de controlar dada companhia são somente aquelas que possuem direito de voto.

3. O art. 254-A da Lei 6.404/1976 não é o único exemplo de negócio típico previsto pela Lei de Sociedades Anônimas. A título de exemplo, a custódia de ações fungíveis (art. 41 da Lei 6.404/1976), a emissão de debêntures (art. 52 da Lei 6.404/1976 e ss.) e a convenção de grupo (art. 269, da Lei 6.404/1976) também são negócios típicos.

4. A oferta pública de aquisição de ações não é decorrência natural da estrutura das sociedades por ações. O instituto foi criado com finalidade definida e determinada: fazer com que acionistas não-controladores, que em princípio não possuem esse direito, participem da mais valia que o controle possui, quando de sua alienação. Note-se que, na redação original do projeto de lei que resultou na Lei 6.404, de 15.12.1976, não se fazia menção a instituto similar ao que hoje há no art. 254-A da Lei 6.404/1976. No entanto, o espírito a nortear a feitura da futura lei foi, entre outros, o desenvolvimento do mercado acionário tendo como principal eixo a proteção aos acionistas minoritários.<sup>1</sup> Tendo isso em vista, o Congresso Nacional adicionou ao então projeto de lei o art. 254 da Lei 6.404/1976, que ficou conhecido como emenda Lehmann, instituindo assim a OPA obrigatória no caso de alienação de controle de companhia aberta.<sup>2</sup> Esse artigo foi regulamentado pela Res. CMN 401, de 22.12.1976, e posteriormente revogado pela Lei 9.457, de 05.05.1997. Foi a Lei 10.303, de 31.10.2001, que reimplantou a OPA no ordenamento jurídico brasileiro, por meio do art. 254-A da Lei 6.404/1976, que porém apresenta algumas diferenças com relação ao extinto art. 254 da Lei 6.404/1976. Diz o art. 254-A da lei:

"Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor



pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1.º 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 conversíveis 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.

§ 2.º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o *caput*, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3.º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o *caput*.

§ 4.º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle."

5. As principais diferenças do atual dispositivo com relação ao anterior referem-se à inclusão, na *fattispecie* legal, da alienação indireta do controle - cujo escopo é evitar situações fraudulentas - e o fim do tratamento igualitário no que tange ao valor a ser oferecido às ações dos não-controladores (pelo atual art. 254-A da Lei 6.404/1976, basta que seja oferecido às ações dos acionistas não-controladores valor igual a 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle).

6. No que tange à tipicidade, temos que a função do tipo, na metodologia sociológica, foi elaborada, originalmente, por Émile Durkheim,<sup>3</sup> contemporaneamente a Max Weber, que partiu da noção anteriormente já concebida por Georg Jellinek.<sup>4</sup> Consoante a teoria da ciência de Max Weber, o tipo ideal (*Idealtypus*) constrói-se a partir da realidade empírica, por meio da síntese de elementos particulares numa sucessão de eventos e suas relações.

7. Na esfera jurídica, o tipo ideal apresenta-se como meio de estruturar dados da realidade para o fim de atribuir, à unidade assim estruturada, determinadas conseqüências constantes. Essas conseqüências (efeitos de direito) são ligadas aos tipos por normas jurídicas, caracterizadas por sua incidência geral e uniforme, de modo que, todas as vezes em que dados da realidade se estruturam segundo um tipo, as mesmas conseqüências se produzem.

8. No campo do direito privado, deve-se a Karl Larenz a formulação contemporânea da teoria dos tipos.<sup>5</sup> Conforme sua concepção, os tipos, na ciência do direito, são formados tanto por elementos empíricos quanto por elementos normativos. Os tipos jurídicos, assim, compõem-se a partir da coleção de várias realidades observadas na experiência, como, por exemplo, certos modelos contratuais que historicamente se tornaram usuais e que, por isso, correspondem a fins econômicos constantemente perseguidos pelas partes, em razão de seus interesses e tendo em vista os respectivos riscos. Comparando-se reciprocamente esses modelos, verificam-se similitudes e diferenças entre uns e outros e chega-se, então, à identificação de um tipo.

9. Os tipos, assim, apresentam-se como estruturas normativas fechadas, na medida em que limitam, no interior de cada qual, o exercício da autonomia da vontade, e têm-se por inválidas variações voluntárias nos elementos essenciais do tipo. Evidentemente, o tipo admite variações voluntárias em seu interior, desde que tais variações não atinjam seus elementos essenciais. Nesse sentido, o tipo representa limite à autonomia privada, pois somente apresentará os efeitos próprios previstos para determinado tipo aquele negócio que encerra em sua estrutura os elementos essenciais do tipo de que se trata. Do contrário, esses efeitos não surgem, já que, a bem da verdade e do rigor tipológico, o negócio daquele determinado tipo não se configurou.

10. Daí a necessidade de a alienação do controle de companhia aberta estruturar-se conforme o tipo previsto no art. 254-A da Lei 6.404/1976, com a devida previsão da oferta pública de que trata esse artigo, pois que essa é, em verdade, condição legal da realização daquele negócio. Interessante destacar que essa condição, diferentemente do que acontece nos negócios em geral, apresenta-se aqui 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. Tanto é assim que não atendidos os requisitos do art. 254-A da Lei 6.404/1976, Página 12



alienação de controle da companhia aberta, cuja aprovação está sujeita ao crivo da CVM (art. 254-A, § 2.º, da Lei 6.404/1976), responsável pela verificação da conformidade do negócio com o tipo previsto na lei.

## 2. Alienação do controle de companhia aberta para fins de OPA: caracterização

11. Apontado, assim, como negócio típico, vale mencionar sumariamente os requisitos que a alienação de controle prevista no art. 254-A da Lei 6.404/1976 apresenta. Para caracterizar a alienação de controle que dá vazão à aplicação do art. 254-A da Lei 6.404/1976, necessário que ocorra a (a) transferência, de modo direto ou indireto, de (b) títulos que garantam (c) o controle da companhia (d) para pessoa ou grupo de pessoas estranho ao controle. Cada um desses requisitos comporta seus próprios elementos. A transferência desses títulos deve-se dar de modo oneroso.<sup>6</sup> O poder de controle, por sua vez, é aquele aferido segundo a definição do art. 116 da Lei 6.404/1976, valendo aqui destacar os requisitos da constância e permanência com que é exercido. Já por transferência de títulos que garantam o controle da companhia deve-se entender a alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou a cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários. Por fim, imperativo que, para que haja a alienação do controle, ocorra a transferência desse para pessoa estranha ao grupo do controle, vale dizer, que anteriormente não possuía, direta ou indiretamente, *status* de controlador.

12. Em face disso, dispõe o § 4.º do art. 29 da IN CVM 361/2002:

"§ 4.º 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 6.404/1976."

13. Assim, toda vez em que ocorrer negócio que apresente os requisitos apontados acima, surge para o comprador ou compradores do controle de determinada companhia a obrigação de realizar a OPA do art. 254-A da Lei 6.404/1976. Essa oferta operacionaliza-se por meio da inserção de condição, suspensiva ou resolutive, no instrumento de alienação de controle, pela qual o adquirente fica obrigado a lançar oferta pública de aquisição dos demais valores mobiliários com direito de voto daquela companhia por um preço igual ou superior a 80% (oitenta por cento) do valor pago às ações integrantes do bloco de controle. Essa oferta é sempre dirigida aos acionistas não-controladores que detêm tais ações.

14. Toda essa análise dos elementos componentes da oferta pública é necessária para a boa aplicação da norma do art. 254-A da Lei 6.404/1976. Sem a obediência a esses requisitos - vale dizer, sem apresentar todos os elementos do tipo - não seria possível a aplicação do dispositivo legal que, aliás, ressalte-se é de ordem pública. É nesse sentido que a IN CVM 361/2002 cuida com minúcia das operações de OPA, em suas diversas modalidades.

15. O primeiro dos requisitos exigidos pelo tipo legal é o da transferência de controle. Em face disso, importante averiguar qual a definição legal de controle - ou acionista controlador - para, então, analisar se a transferência exigida ocorreu.

16. A definição oferecida pela lei é bastante clara e se pauta pelo princípio majoritário (arts. 129 e 140, IV, da Lei 6.404/1976), ou seja, é controlador aquele que possui direitos de sócio que lhe assegurem a maioria nas deliberações da assembléia geral. Mas apenas isso não é suficiente para caracterizar o controle. *Mister* que o controlador possua esses direitos de modo permanente e que o exerça de modo efetivo, como pede a alínea b do dispositivo. Assim, o controle da sociedade não pode ser esporádico ou episódico: necessário esse caráter de permanência a que alude o texto legal. Nesse sentido, já assinalou a CVM:

"Outro ponto importante desse primeiro requisito é a necessidade de permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto



estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista titular de mais de 50% das ações, que seja omissa nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea a do art. 116 da Lei 6.404/1976, embora preencha o da alínea b. Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115 da Lei 6.404/1976)".<sup>78</sup>

17. Ora, diante do exposto, pode-se afirmar que o percentual que garante *a priori* exercício do poder de controle de modo permanente, nos quadros do princípio majoritário, é o da maioria absoluta, isto é, metade das ações mais uma ação do capital votante. Isso não em termos concretos, relativos à experiência vivida, mas em termos abstratos. 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 - marcadas pelo absenteísmo dos acionistas - pode ocorrer de esse acionista controlar a companhia.

18. Em face disso, o legislador brasileiro optou por não utilizar um percentual fixo para determinar o acionista controlador, como ocorre em diversas outras legislações. Com efeito, as legislações modernas, no que tange à caracterização do controle societário, podem ser divididas em duas vertentes: (a) aquela que determina percentual fixo mínimo segundo o qual é possível caracterizar o controle de dada sociedade, e (b) aquela que se abstém de indicar esse mesmo mínimo, como é, notadamente, o caso do Brasil.

19. A título de exemplo, no direito inglês, em virtude do disposto do *City Code on Takeovers and Mergers*,<sup>9</sup> a configuração jurídica do controle, para efeitos de oferta pública obrigatória de ações (mandatory offers), tem em conta percentuais pré-fixados de ações votantes. No caso, a detenção de 30% das ações votantes de uma companhia é suficiente para caracterizar o poder de controle.<sup>10</sup>

20. No direito francês, do qual o brasileiro se aproxima, o art. 233-3 do Código Comercial dispõe que o controle deriva da detenção de direitos de voto que assegurem a maioria nas deliberações da assembleia geral.<sup>11</sup> Todavia, há a presunção de que a detenção de 40% das ações votantes já é suficiente a caracterizar o controle, caso nenhum outro acionista detenha participação maior.<sup>12</sup>

21. Já a legislação italiana, após a reforma de 1998, está mais preocupada em definir um percentual a partir do que é obrigatória a apresentação de uma oferta pública do que em definir o que é o controle. Assim, transferidos mais de 30% do capital votante de uma companhia, surge a obrigação de fazer a oferta pública.<sup>13</sup> Com esse percentual fixo, a lei italiana visou evitar as incertezas em torno da determinação da situação de controle. Esse número, no entanto, veio a representar, nas palavras de um tratadista, "una buona dose di arbitrarietà".<sup>14</sup>

22. Nota-se, pelo exposto até aqui, que a determinação do poder de controle é ainda uma tarefa dramática, que várias legislações tentam amenizar estipulando critérios numéricos para sua aferição. No entanto, como se vê, elas não são concordes no percentual que adotam como parâmetro, ora falando em 30%, ora em 40% e, até mesmo, não dando número algum, como é o caso do direito brasileiro. Isso se deve ao fato de o controle societário não ser situação jurídica determinada, mas sim uma situação de fato que pode derivar de relações jurídicas diversas. Consoante já destacou Tullio Ascarelli:

"Partecipazione di una società in altra e controllo sono dunque fenomeni diversi, ancorchè possano concorrere in una determinata ipotesi; la partecipazione di una società in altra deve essere perciò autonomamente considerata.

Mentre la partecipazione di una società in altra ci riporta a caratteristiche tipiche di un rapporto giuridico, il controllo invece non indica una determinata situazione giuridica, ma una situazione di fatto che può derivare da rapporti giuridici diversi, attenendo (e quand'anche esecutato da un solo soggetto) non già al tipo del rapporto, ma a modalità di fatto e a modalità di fatto relative alla situazione comparativa dei vari interessati nella società.

Questa situazione di fatto può tuttavia costituire il presupposto per l'applicabilità di determinate



norme, acquistando allora giuridica rilevanza, e potranno allora essere diverse le accezioni alle quali si dovrà far capo nel definire il 'controllo' in relazione alle diverse norme nei cui confronti deve essere considerato."<sup>15</sup>

ou, em português,

"Participação de uma sociedade em outra e controle são fenômenos diversos, ainda que possam concorrer em uma determinada hipótese; a participação de uma sociedade em outra deve ser, por isso, autonomamente considerada. Enquanto a participação de uma sociedade em outra se remete às características típicas de um negócio jurídico, o controle, pelo contrário, não se refere a uma situação jurídica determinada, mas a uma situação de fato que pode derivar de negócios jurídicos diversos, atrelando-se (e quando também executado por um mesmo sujeito) não ao tipo de negócio, mas à modalidade de fato relativa à situação comparativa dos vários interessados na sociedade.

Essa situação de fato, no entanto, pode constituir o pressuposto para a aplicabilidade de determinadas normas, conquistando assim relevância jurídica, poderão então ser diversas as acepções às quais se há de fazer referência na definição do 'controle', em relação às várias normas perante as quais deve ser considerado".

23. Assim, em virtude da opção do legislador brasileiro e da própria natureza do controle como situação de fato, tem-se que o poder de controle deve ser aferido caso a caso, em concreto. Ao deixar de fixar uma percentagem a partir da qual o controle seria presumido e, ao mesmo tempo, definir acionista controlador nos termos do art. 116 da Lei 6.404/1976, o legislador dá ao intérprete, a priori e em abstrato, a idéia de que exerce o controle da companhia aquele que detém a maioria absoluta das ações votantes ou direitos de acionistas que correspondam a esse montante.

24. No entanto, de modo algum essa conclusão nega o fato de poder existir controle sem a detenção da maioria absoluta das ações com direito a voto, e isso resulta da própria lei, que não se restringe a definir controlador como aquele que detém participação no capital votante suficiente para determinar os rumos da companhia, mas exige que esse poder seja exercido efetivamente e de modo permanente. Assim, pode acontecer - como de fato acontece - de o controle não ser exercido por aquele que detenha a maioria absoluta do capital votante, dando espaço então para que o exercício desse poder seja levado a cabo por acionistas que possuam menos da metade do capital votante. Nesses casos, o controle da companhia só pode ser aferido no caso concreto. A responsável por essa análise, no caso concreto, é a Comissão de Valores Mobiliários, conforme o art. 254-A, §§ 2.º e 3.º, da Lei 6.404/1976 e a Lei 6.385, de 07.12.1976.

25. Tendo assim em vista essa definição de controle, pode-se dizer que sua transferência ocorre toda vez em que há 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 conversíveis 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" (§ 1.º do art. 254-A da Lei 6.404/1976).

26. A transferência direta do poder de controle não gera dúvidas: ocorre sempre que muda o titular das ações da companhia que garantem o controle. Questão mais complicada é a da transferência indireta do controle. A idéia de alienação indireta do controle somente foi introduzida, na lei, pelo art. 254-A da Lei 6.404/1976, acrescentado à Lei de Sociedades Anônimas pela Lei 10.303, de 31.10.2001.<sup>16</sup> Ocorre sempre que há a transferência do controle final da companhia.<sup>17</sup> Ressalte-se, a esse título, que a Lei de Sociedades Anônimas prevê a necessidade da oferta pública de aquisição de ações detidas por acionistas não-controladores no caso de alienação de controle direta ou indireta (art. 254-A da Lei 6.404/1976). Idêntica dualidade vem prevista no § 1.º do art. 254-A da Lei 6.404/1976, que também menciona à alienação direta ou indireta do controle.<sup>18</sup> O mesmo acontece com o § 6.º do art. 29 da IN CVM 361, de 05.03.2002, que regulamenta as várias modalidades de oferta pública para aquisição de ações de companhia aberta. É de se lembrar, todavia, que o antigo art. 254 da Lei 6.404/1976 não se referia à alienação indireta, contrariamente ao atual art. 254-A da Lei 6.404/1976. Mas essa é, conforme aponta Carlos Augusto Junqueira de Siqueira, peculiaridade da lei que em nada modifica a substância do preceito no que tange à sua aplicação.<sup>19</sup>

27. A alienação indireta do controle já vinha sendo reconhecida pela doutrina e pela CVM como fato gerador do conseqüente dever de lançar OPA aos acionistas minoritários da referida companhia

aberta controlada. Assim, e.g., Luiz Leonardo Cantidiano<sup>20</sup> e Modesto Carvalhosa<sup>21</sup> opinam precisamente nesse sentido, ao passo que o entendimento da CVM, em numerosos pronunciamentos, coincide no entendimento segundo o qual na lei compreendem-se ambas as modalidades de exercício do poder de controle, a direta e a indireta, segundo se pode ler do esclarecedor estudo de Roberta Nioac Prado, que inclui os importantes precedentes firmados pela autarquia nesse particular.<sup>22</sup>

28. Em face do exposto, tem-se que no presente caso ocorreu a transferência, de modo oneroso, de títulos que garantem o controle da companhia objeto da análise (Companhia G). No entanto, apenas esses elementos não são suficientes a caracterizar a *fattispecie* prevista no art. 254-A da Lei 6.404/1976. Isso porque a transferência de que aqui se trata não se deu para pessoa estranha ao antigo controle.<sup>23</sup> Antes, ocorreu a transferência do controle indireto da Companhia G para sua já controladora Companhia C.

29. Anteriormente, a Companhia C, em conjunto com a Companhia F, detinha a maioria absoluta das ações votantes da Companhia G, o que lhes garantia, de modo pacífico, o controle majoritário da companhia. Após as operações havidas no âmbito dessa cadeia societária, a Companhia C passou a ser controladora indireta da Companhia F, detendo a maioria absoluta das ações votantes da controladora dessa. Assim, no final, o controle da Companhia G continua sendo exercido em conjunto por Companhia C e Companhia F, mas com a diferença que essa última sociedade agora passou a ser controlada, indiretamente, pela Companhia C.

30. É inegável, portanto, a extensão obrigatória da OPA aos casos de alienação indireta de controle de companhia aberta. O que se discute, porém, não vem a ser essa assertiva, ora incontroversa, mas a caracterização jurídica da alienação de controle na hipótese de que se trata, ou seja, a verificação da emergência, entre os acionistas da Companhia G, de um novo acionista controlador que, em razão de transação onerosa, haja efetivamente adquirido o controle da companhia. Como deixa claro a Consulta, porém, entende-se que a Companhia G continuará a ser controlada pela Companhia C.

31. Como resulta das operações encetadas, o controle final da cadeia societária a desembocar na Companhia G ficará nas mãos da Companhia C. Não só do resultado das operações divulgadas ao mercado advém tal conclusão, como também de várias previsões contratuais, inseridas no Acordo de Acionistas anexado ao Acordo de Investimento. Vide, a título de exemplo, as seguintes cláusulas:

"2.1. *Princípio de Administração das Sociedades.* As sociedades serão controladas e administradas, nos termos desta Cláusula 2, de forma a cumprir o disposto no presente Acordo de Acionistas e no Acordo de Investimentos e de modo a assegurar que, até a data da Entrega dos Ativos, a Companhia B detenha o controle e a administração dos Ativos da Companhia B, a Companhia A detenha o controle e a administração dos Ativos da Companhia A e a Companhia C detenha o controle e a administração dos Ativos da Companhia C/Companhia A (mais especificadamente de uma terceira Companhia X, da Companhia F e suas controladas, bem como a participação na Companhia G), observado o disposto nesta Cláusula 2 e, com relação à Companhia C e à Companhia A apenas, no Memorando de Entendimentos Companhia C/Companhia A. Ressalvados os atos previstos no Acordo de Investimentos, as Partes Investidoras se obrigam a controlar e a administrar as respectivas Sociedades de acordo com esta Cláusula 2 dentro do curso normal de seus negócios até a data da Entrega dos Ativos (...).

2.4. *Controle e administração da Companhia X e Companhia F.* A Companhia B reconhece e concorda que a Companhia X e Companhia F e suas controladas serão, a partir desta data, controladas por Companhia C e administradas por Companhia C e Companhia A, na proporção de 60% e 40%, respectivamente, as quais poderão indicar livremente os membros que lhe competirem do conselho de administração dessas sociedades e instruir tais membros acerca de seus votos nas respectivas reuniões, indicações estas que observarão a mesma proporção referida acima, sendo certo que, em qualquer hipótese, caberá à Companhia C indicar e eleger a maioria dos membros do conselho de administração da Companhia X, Companhia F e suas controladas.

2.5.1. *Eleição dos Membros do Conselho de Administração da Companhia X.* Nas assembleias gerais que deliberarem sobre a eleição dos membros do conselho de administração e/ou membros do conselho fiscal da Companhia X, a Companhia B se obriga, por si ou através das sociedades por



ela controladas que participarem do capital da Companhia X, a eleger (ou reeleger, conforme o caso) os profissionais indicados pela Companhia C e pela Companhia A, observada a proporção de 60% para a Companhia C e 40% para a Companhia A, sendo certo que, em qualquer hipótese, caberá à Companhia C indicar a maioria dos membros do conselho de administração da Companhia X (...)."

32. Assim, Companhia C, que antes já era controladora direta da Companhia G, em conjunto com Companhia F, agora passou a ser controladora indireta de todo o grupo, que inclui não só a Companhia G como também a Companhia F. Em face disso, não há como se falar em transferência do controle da Companhia G, nem de modo direto, nem indireto, pois que seu controle continua, em último nível, pertencendo à mesma pessoa (Companhia C). A única diferença que pode ser apontada é o fato de, agora, Companhia C deter indireta e isoladamente o controle dessa companhia (antes, o detinha em conjunto com a Companhia F). De todo modo, tal fato não é suficiente a ensejar a obrigação prevista no art. 254-A da Lei 6.404/1976.

### 3. Conclusão

33. Desta forma, em resumo, as operações realizadas na cadeia societária que desemboca na Companhia G (cadeia societária Grupo D-Companhia G) não tiveram por consequência a transferência do controle, nem direta nem indiretamente, dessa companhia. Isso porque, para caracterizar a transferência de controle, para fins de oferta pública de ações obrigatória, não basta a simples transferência onerosa de ações que garantam - direta ou indiretamente - o controle da companhia, mas é preciso o surgimento de novo controlador, terceiro, e, portanto, estranho em relação ao antigo controlador (cf. art. 29, § 4.º, da IN CVM 361/2002). Ora, diferente não poderia ser: com efeito, aquele que já possui o controle - seja direta ou indiretamente, seja de modo compartilhado - não o pode adquirir, por impossibilidade lógica, já que o objeto a ser adquirido já lhe pertence. Se a já controladora adquire ações de sua controlada, direta ou indiretamente, ela apenas muda o número de ações com que exerce seu poder (de controladora). Não há como a controladora adquirir o controle, pois esse já lhe pertence; nem, tampouco, há como adquirir um outro controle dessa mesma companhia, pois o controle é único (cada companhia apresenta, no máximo, um controle, que pode ser exercido por um único acionista ou por um bloco de acionistas reunidos).

34. Desse modo, ao analisar a transferência de ações de determinada companhia deve-se sempre atentar a seu controlador final, pois se, ao cabo dessa transferência, houver a permanência do controlador final, não terá ocorrido transferência de controle, mas sim mera reorganização dentro de um mesmo grupo controlador.

35. Como já foi salientado, o controlador final da cadeia societária Grupo D-Companhia G, após as operações mencionadas, passou a ser Companhia C que, anteriormente, já era controladora direta da Companhia G. A bem da verdade, a Companhia C continua sendo controladora direta da Companhia G em conjunto com Companhia F (juntas, detêm quase 60% do capital votante da Companhia G), mas após as operações societárias mencionadas, a Companhia C passou a ser também controladora indireta de Companhia F, tudo sem alterar a titularidade do controle final da Companhia G, que continuará a ser exercido por ela, Companhia C.

36. Nem se alegue que a participação da Companhia A na Companhia E (40% das ações votantes) poderia configurá-la como acionista controladora do grupo. Em primeiro lugar porque o grupo já tem uma controladora, que detém 60% das ações votantes - Companhia C - e, em segundo lugar, em virtude do disposto no Acordo de Investimento e no Acordo de Acionistas a ele anexo, que deixam clara a posição de minoritária da Companhia A dentro do grupo. Ademais, deve-se destacar que a participação da Companhia A na Companhia E (40%) reflete, na Companhia G, a detenção de menos de 12% do capital social votante dessa.

37. Em face disso, uma vez que não caracterizado o surgimento de um novo acionista controlador, no caso presente, não há que falar em OPA obrigatória, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/1976.

### 4. Resposta ao quesito

A Consultante vem indagar se a Operação enseja, sob qualquer aspecto, a obrigação de realização de OPA aos minoritários titulares de ações ordinárias de emissão da Companhia G, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/1976 e do art. 29 da IN CVM 361/2002.

Resposta: A resposta é negativa. Por todo o exposto neste Parecer, as operações societárias em

análise não atraem a incidência do art. 254-A, pois não fica caracterizada transferência de controle de companhia aberta a terceiro.

1. Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. vol. 2, p. 743 e ss.
2. Idem, p. 733 e ss.
3. Cf. *La division du travail social*. Paris: PUF, 2004.
4. Max Weber. Die "Objektivität" Sozialwissenschaftlicher und Sozialpolitischer Erkenntnis. In: *Gesammelte Aufsätze zur Wissenschaftslehre*. 3. ed. Tübingen: Mohr (Siebeck), 1908, p. 146-214; Georg Jellinek. *Allgemeine Staatslehre*. Berlim: Häring, 1914.
5. Cf. Karl Larenz. *Methodenlehre der Rechtswissenschaft*. 6. ed. Berlim: Springer. A tradução portuguesa mais recente corresponde ao texto da 5. ed. original, sob o título Karl Larenz. *Metodologia da ciência do direito*. Trad. José Lamego e rev. Ana de Freitas. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1989.
6. "O art. 254-A, *caput*, traz nítida a necessidade de estar presente no negócio o elemento oneroso, quando dispõe que a oferta será feita por *preço*, no mínimo, igual a 80% do *valor* pago por ação representativa do controle" (Carlos Augusto Junqueira de Siqueira. *Transferência do controle acionário*. Niterói: FMF, 2004, p. 364).
7. Voto do Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa proferido em 11.04.2006, no Reg. Col. 4788/2005.
8. O caráter permanente com que o controle é exercido é requisito expresso na própria Lei de Sociedades Anônimas, quando da definição, no art. 116 da Lei 6.404/1976, do acionista controlador. A esse respeito, escreveu Carlos Augusto Junqueira de Siqueira que "a constância e a permanência são inerentes ao exercício do poder de controle: este não poderia ser contaminado pela circunstância fortuita da assunção do direito de voto pelas ações preferenciais, para efeitos da oferta determinada pelo art. 254-A da Lei 6.404/1976. Apenas excepcionalmente, as ações preferenciais com direito transitório de voto poderão representar ou compor, em assembléias gerais, o bloco de controle acionário da companhia aberta" (Carlos Augusto Junqueira de Siqueira. Op. cit., p. 370).
9. Cf. Paul L. Davies. *Gower and Davies. Principles of modern company law*. Londres: Sweet & Maxwell, 2003, p. 727: "when control of a company is acquired by a person, or persons acting in concert, a general offer to all other shareholders is normally required and that a similar obligation may arise if existing control is further consolidated. This Principle is spelt out in r. 9, which also ensures that General Principle 1 (that all shareholders of the same class of a target company must be treated similarly by an offeror) is observed in relation to the offer".
10. Cf. regra 9.1 do City Code: When: (a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or (b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases. An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights.





11. Cf. Art. 233-3, I, 1.º, 2.º e 3.º: Une société est considérée, pour l' application des sections 2 et 4 du present chapitre, comme en contrôlant une autre: 1.º - Lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société; 2.º - Lorsqu' elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d' un accord conclu avec d' autres associés ou actionnaires et qui n' est pas contraire à l' intérêt de la société; 3.º - Lorsqu' elle determine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les decisions dans les assemblées générales de cette société.

12. Cf. Art. 233-3, II: Elle est presumé exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40% et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne.

13. Cf. Art. 106 (1) do Dec. Legislativo 58 de 24.02.1998: Chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento, promuove un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie.

14. Cf. Renzo Costi; Luca Enriques; Gastone Cottino (org.). *Trattato di diritto commerciale*. Pádua: Cedam, 2004. vol. 8, p. 125. para uma crítica da legislação italiana anterior e para o exame das matérias que seriam mais tarde tratadas na reforma de 1998, cf. Enzo Berlanda. La disciplina delle offerte pubbliche. *Rivista delle Società* 40, p. 880 e ss. Para esse jurista, que preconizava a reforma, dever-se-ia introduzir uma série de modificações na lei então vigente em várias hipóteses, entre as quais aquela referente aos poderes da Consob, a qual seria consignada a possibilidade de dispensar a oferta sempre que as operações não fossem prioritariamente destinadas a transferências de participações relevantes (idem, p. 890).

15. Cf. Tullio Ascarelli. Tema di titoli azionari e società tra società. *Saggi di Diritto Commerciale*. Milão: Giuffrè, 1955, p. 252, grifei.

16. Para um breve histórico dos arts. 254 e 254-A da Lei 6.404/1976, cf. Luiz Leonardo Cantidiano. *Reforma da Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 234 e ss.

17. "A alienação indireta verifica-se quando o acionista controlador aliena as ações de companhia controladora da companhia aberta e, por conseqüência, o controle final desta última" (Nelson Eizirik. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 240).

18. "Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. § 1.º 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 conversíveis 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. Sobre a alienação indireta do controle", cf. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 400 e ss.

19. Cf. Op. cit., p. 111.

20. Cf. Luiz Leonardo Cantidiano. Alienação e aquisição de controle. *RDM* 59/60.

21. Cf. Modesto Carvalhosa. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 149.

22. Cf. Roberta Nioac Prado. *Oferta pública obrigatória nas S.A. - Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 147 e ss. Para a autora, "atualmente não há mais qualquer dúvida quanto à incidência do art. 254-A da Lei 6.404/1976, quando da alienação do controle indireto da companhia aberta, ou seja, do poder de controle exercido pela sociedade *holding*". Idem, p. 151.

23. De modo mais contundente, o art. 29, § 4.º da IN CVM 361/2002 diz, "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, *pelos 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 6.404/1976".