

TEMAS DE DIREITO EMPRESARIAL e outros estudos

em homenagem ao Professor
LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA
MARCELO VIERA VON ADAMEK
(Coordenadores)

PAULO CÉZAR ARAGÃO • MODESTO CARVALHOSA • FÁBIO KONDER COMPARATO
NELSON EIZIRIK • PAULA FORGIONI • ALFREDO DE ASSIS GONÇALVES NETO
JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO • CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO
JOSÉ CARLOS DE MAGALHÃES • RODRIGO OCTÁVIO BROGLIA MENDES
FERNANDA MATTAR MESQUITA • JOSÉ IGNACIO BOTELHO DE MESQUITA
EDUARDO SECCHI MUNHOZ • ROBERTO AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER
JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA • CALIXTO SALOMÃO FILHO
GUSTAVO TEPEDINO • PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE TOLEDO
ALBERTO VENANCIO FILHO • ARNOLDO WALD



DA ALIENAÇÃO À AQUISIÇÃO DE CONTROLE: UMA NOVA INTERPRETAÇÃO PARA O ART. 254-A DA LEI DAS S/A¹

EDUARDO SECCHI MUNHOZ

Professor da Faculdade de Direito
da Universidade de São Paulo/USP

1. *Introdução.* 2. *Evolução histórica: regra de mercado e tratamento igualitário no direito societário brasileiro. A oferta obrigatória derivada da alienação de controle.* 3. *Evolução da interpretação do negócio de alienação de controle: a ênfase no resultado da operação: 3.1 Oferta obrigatória e controle minoritário (ou de fato).* 4. *A substituição do conceito de alienação pelo de aquisição de controle.* 5. *Conclusão.*

1. Introdução

A Lei das Sociedades Anônimas (“Lei das S/A”), ao disciplinar os negócios de mudança da titularidade do controle acionário, 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.²

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 (en-

1. Este artigo resulta, com modificações, de capítulos da tese de Livre-Docência que o autor defendeu na Faculdade de Direito da USP em 2011. Para felicidade do autor, o professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães, justamente homenageado neste livro, foi um dos membros da Banca Examinadora.

2. Cf. J. L. Bulhões Pedreira, “Alienação de controle e incorporação de instituição financeira”, in J. L. Bulhões Pedreira e A. Lamy Filho, *A Lei das S/A: Pressupostos, Elaboração, Aplicação*, Rio de Janeiro, Renovar, 1992, pp. 757-758.

tendido 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.³

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”.⁴

A Instrução CVM-361/2002 prevê para cada um dos referidos negócios societários uma oferta pública de aquisição específica: (i) a OPA por alienação de controle (art. 254-A da Lei das S/A); e (ii) a OPA para aquisição de controle (art. 257 da Lei das S/A).⁵

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, dadas a ausência de dispersão e, pelo contrário, a presença de elevado nível de concentração do capital votante,⁶ os negócios de aquisição de con-

3. Cf. J. Guerreiro, “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* 45/206-223, 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”.

4. Cf. C. Lobo, “Oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta”, in A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 2.032: “Quando a maioria das ações com direito a voto encontra-se em circulação, dispersa 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”.

5. R. N. Prado (*Oferta Pública de Ações, Obrigatória nas S/A: Tag Along*, São Paulo, Quartier Latin, 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.

6. 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

trole acionário restringiam-se às alienações. Por isso, o art. 254, ao tempo em que vigorou, e o art. 254-A, que o sucedeu, protagonizaram os debates.⁷

De outra parte, a seção da lei sobre aquisição de controle mediante oferta pública permaneceu em longa hibernação, até que ganhasse vida⁸ em razão do desenvolvimento do mercado de capitais, acompanhado de tendência de maior dispersão acionária, verificados no Brasil a partir de 2004. Em vista de sua nova importância para o direito societário brasileiro, foi alvo central de preocupação da Instrução CVM-487/2010, ao alterar a redação da Instrução CVM-361/2002.

A disciplina adequada e compreensiva dos negócios de modificação da titularidade do poder de controle depende da atuação coordenada desses dois institutos e das ofertas neles preconizadas: a *oferta obrigatória* – que decorre de um negócio de modificação do controle – e a *oferta voluntária* – que visa à aquisição do controle. Para completar essa disciplina é fundamental, ainda, estabelecer uma nova interpretação para os conceitos de *controle* e de *alienação*, que determinam a incidência das referidas ofertas. Foi o que procurei demonstrar no trabalho *Aquisição do Controle na Sociedade Anônima*.⁹

Este artigo concentra-se na interpretação do conceito de *alienação*, contemplado no art. 254-A, um dos pilares da disciplina que o

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. E. Munhoz, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo, Saraiva, 2012, Parte I, Capítulo III).

7. A respeito da revogação do art. 254 da Lei das S/A pela Lei 9.457/1997 e a introdução do art. 254-A pela Lei 10.303/2001, cf.: C. Salomão Filho, “Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas”, in C. Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 4ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2011, pp. 149-176; R. N. Prado, *Oferta Pública de Ações, Obrigatória nas S/A: Tag Along*, cit., pp. 92-100; e M. Penteado, “A Lei 9.457 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários”, in W. Bulgarelli (org.), *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*, vol. 1, São Paulo, Pioneira, 1998, pp. 9-82.

8. Há outros institutos da Lei das S/A que, tendo permanecido como letra morta por décadas, ganharam vida nos últimos anos, como é o caso da incorporação de ações (cf. N. Eizirik, “Incorporação de ações: aspectos polêmicos”, in W. Warde, *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*, São Paulo, Quartier Latin, 2009, pp. 78-99). Isso demonstra a rara capacidade dos autores do anteprojeto de se antecipar às exigências do futuro.

9. E. Munhoz, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, cit., 2012. Esse livro resulta da tese de Livre-Docência, de cuja Banca Examinadora, juntamente com outros eminentes professores, participou o professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães.

autor defende para a regulação jurídica dos negócios de modificação do controle acionário no Direito Brasileiro. O objetivo é demonstrar que o negócio de *alienação* há de ser substituído pelo de *aquisição* de controle para a incidência da oferta obrigatória prevista no art. 254-A da Lei das S/A. O mesmo deveria ser observado em relação aos itens 8.1 e 8.2 do Regulamento do Novo Mercado, que tratam da mesma matéria.

Como se verá, para estabelecer o negócio de *aquisição* de controle como fato gerador da oferta obrigatória do art. 254-A da Lei das S/A não é necessário modificar a lei. Cabe, sim, afastar-se da interpretação literal, que poderia prender-se ao vocábulo “alienação”.

Há muito a interpretação dominante da norma passou a dar ênfase ao resultado da operação – surgimento de um novo controlador –, em vez de se focar na existência, ou não, de um bloco de ações, objeto de alienação, capaz de, por si só, conferir ao novo titular a posição de controle. Nesse contexto, a interpretação defendida por este trabalho representa apenas um passo adiante, algo perfeitamente natural no longo caminho já percorrido pela doutrina e pela jurisprudência formadas a respeito do art. 254-A da Lei das S/A.

O artigo estrutura-se da seguinte forma: no início, analisa a evolução histórica do regramento dos negócios de modificação do controle no Direito Brasileiro, bem como da doutrina e da jurisprudência na interpretação da norma legal; em seguida, buscando a experiência do Direito Comparado, procura demonstrar os elementos que caracterizam o negócio de *aquisição* de controle e as razões pelas quais a adoção deste é benéfica ao direito societário brasileiro; ao final, pretende evidenciar que a substituição do negócio de *alienação* pelo de *aquisição* de controle não depende de mudança legislativa, podendo resultar de uma renovada interpretação do art. 254-A da Lei das S/A.

2. *Evolução histórica: regra de mercado e tratamento igualitário no direito societário brasileiro. A oferta obrigatória derivada da alienação de controle*

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.¹⁰ É importante conhecer a evolução histórica do instituto, para compreender o momento atual de sua interpretação e, mais que isso, avaliar sua capacidade de atender ao objetivo desde o início visado.

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 anos 1970, quando se verificou no Brasil 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.¹¹

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.¹²

10. Sabe-se que Bulhões Pedreira ("Alienação de controle e incorporação de instituição financeira", cit., in J. L. Bulhões Pedreira e A. Lamy Filho, *A Lei das S/A: Pressupostos, Elaboração, Aplicação*, p. 750) prefere a expressão "tratamento equitativo" para aludir à norma do anteprojeto ou à que ficou estabelecida no art. 254-A, por haver diferença entre o valor da ação do controlador em relação às demais. Neste trabalho, porém, será utilizada a expressão "igualitário" para todas as hipóteses

11. Cf. M. Carvalhosa, *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".

12. Sobre o histórico da aprovação da Lei das S/A no tocante a esses dispositivos, cf.: G. D. C. Pereira, *Alienação do Poder de Controle Acionário*, São Paulo, Saraiva, 1995, pp. 149-164; M. Carvalhosa, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, cit., pp. 112-130; E. Teixeira e J. Guerreiro, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, vol. 2, São Paulo, José Bushatsky Editor, 1979, pp. 733-736; R. N. Prado, *Oferta Pública de Ações, Obrigatória nas S/A: Tag Along*, cit., pp. 84-92.

O projeto de lei em sua redação original não contemplava a regra de tratamento igualitário.¹³ 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 o lançamento de simultânea oferta pública para a aquisição das ações de sua propriedade.¹⁴

Esses dispositivos foram regulamentados, logo após a edição da Lei das S/A, pela Resolução 401/1976 do Conselho Monetário Nacional/CMN.¹⁵ Tais normas vigoraram por duas décadas, suscitando numerosas polêmicas.¹⁶ 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 exercerem suas atividades) foram revogados pelo art. 6º da Lei 9.457. A razão que determinou a revogação dos dispositivos é conhecida. O Brasil implementava, na oportunidade, plano de desestatização de diversas companhias, sendo objetivos do programa a venda do controle para grupos privados capazes de imple-

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

14. 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 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.”

15. Sobre a controvérsia a respeito da regulamentação do dispositivo pelo CMN, que teria sido fruto da pressão exercida pelos grupos contrários à regra do tratamento igualitário, cf. G. D. C. Pereira, *Alienação do Poder de Controle Acionário*, cit., pp. 181-182.

16. 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 acionistas etc.).

mentar 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 lhe permitiu 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.¹⁷

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.¹⁸ Para o mercado de capitais brasileiro, portanto, é inegável que a regra de mercado produziu, nesse período, efeitos altamente negativos, sendo apontada como um dos fatores do seu subdesenvolvimento.¹⁹

17. Sobre a eliminação da OPA por alienação de controle pela Lei 9.457/1997, cf. M. R. Penteado, "Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro/RDM* 76/16-25, São Paulo, Ed. RT, 1989 (pp. 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 a 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".

18. Apontando a existência de prêmios de controle muito elevados pagos entre 1997 e 2001, cf. A. F. Andrezzo, "A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária – Efetivo avanço?", *RDM* 130/160-179, São Paulo, Malheiros Editores, 2003. Cf., ainda, analisando dados da mesma pesquisa, realizada pela Economática, N. Parente, "Principais inovações introduzidas pela Lei 10.303, de 31.10.2001, à Lei de Sociedades por Ações", in J. Lobo (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 Economática mostram que a Ceval, alienada em novembro/1997, teve um prêmio de controle de 368%; a Tibrás, de 508%; a Iven, de 1.106%; e a Manah, de 501%".

19. Cf.: MB Associados – J. Barros, J. Scheinkman e L. Cantidiano –, *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*, BOVESPA, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/mercado_capitais_desafios.pdf, 2000 (acesso em junho/2013); M. Santana, "The Novo Mercado", in M. Santana, M. Ararat, P. Alexandru, B. Yurtoglu e M. Cunha, *Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*, Washington/DC, International Finance Corporation, 2008, pp. 9-10.

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 10.303/2001, mediante a inserção do art. 254-A à Lei das S/A, hoje em vigor.²⁰

3. Evolução da interpretação do negócio de alienação de controle: a ênfase no resultado da operação

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. 254.²¹ Primeiro, o fato, agora expresso no dispositivo, de que a oferta pública de aquisição dirige-se apenas aos acionistas com direito a voto.²² Segundo, a inclusão na *fattispecie* legal da alienação indireta de controle.²³ 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 in-

20. Com diversos artigos a respeito do tema, cf.: J. Lobo (coord.), *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, Rio de Janeiro, Forense, 2002; O. Corrêa-Lima, *Sociedade Anônima*, 3ª ed., Belo Horizonte, Del Rey, 2005, pp. 274-281.

21. Cf. J. Guerreiro, "Sociedade anônima. Reorganização societária. Alienação de ações. Alienação de controle direta e indireta: inocorrência. Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas", cit., *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/209.

22. Essa era uma questão polêmica no sistema anterior. Cf. A. Wald, "Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais", *RDM* 45/7-19, São Paulo, Ed. RT, 1982; M. Carvalhosa e N. Eizirik, *A Nova Lei das S/A*, São Paulo, Saraiva, 2002, pp. 384-410.

23. Outra questão polêmica no sistema anterior (cf. L. Cantidiano, "Alienação e aquisição de controle", *RDM* 59/56-67, São Paulo, Ed. RT, 1985).

tegralidade, 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”.²⁴

O negócio não se realiza por um único ato, mas obedece a um “procedimento vinculado ou formal, de formação sucessiva”²⁵ – característica que fica bem destacada na modalidade *alienação de controle por etapas*, expressamente prevista no art. 29, § 4º, da Instrução CVM-361/2002: “entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações (...)” (grifos 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.²⁶

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

24. Cf. J. Guerreiro, “Sociedade anônima. Reorganização societária. Alienação de ações. Alienação de controle direta e indireta: incoerência. Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas”, cit., *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/211.

25. Cf. M. R. Penteado, “Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas”, cit., *RDM* 76/22. A comparação cabível é com a natureza jurídica do *aumento de capital* (cf. M. R. Penteado, *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1988).

26. Cf. F. K. Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 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 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”.

a OPA por alienação de controle se aplica apenas às ações com direito a voto e a de que incide no caso de alienação indireta de controle.²⁷

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 referidos²⁸) 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 adiante.

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 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”.²⁹

No regime original da Lei das S/A, conforme expresso nos itens II e III da Resolução 401/1976,³⁰ exigia-se, para a caracterização da alie-

27. Sobre a jurisprudência do período de vigência do art. 254, cf. A. Wald, “Considerações sobre a aquisição e alienação de controle societário: o estudo da jurisprudência”, RT 691/14-25, São Paulo, Ed. RT, 1993.

28. 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 Lei das S/A, bem como no § 4º do art. 29 da Instrução CVM-361/2002.

29. Cf. J. L. Bulhões Pedreira, “Alienação de controle de companhia aberta”, in A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A: Pressupostos, Elaboração, Aplicação*, Rio de Janeiro, Renovar, 1992, pp. 691-716 (p. 693).

30. A redação era a seguinte:

nação 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 sós, 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 doutrina³¹ 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 titular.³² Essa interpretação ampliativa veio a se consolidar 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.³³

“II – Entendem-se por alienação do controle da companhia aberta, para efeito do disposto no art. 254 da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e desta Resolução, o negócio pelo qual o acionista controlador (art. 116 da Lei n. 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 n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ou sob controle comum, entende-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” (grifos nossos).

31. 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 M. Carvalhosa (*Oferta Pública de Aquisição de Ações*, cit., p. 140, e *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 2ª ed., 4º vol., t. II, São Paulo, Saraiva, 2003, pp. 140-187).

32. Sobre a interpretação ampla conferida ao negócio de alienação pela CVM desde a vigência do art. 254, cf.: G. D. C. Pereira, *Alienação do Poder de Controle Acionário*, cit., 1995, pp. 191-192; M. Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, cit., 2ª ed., 4º vol., t. II, pp. 140-187.

33. Cf. Processo CVM/RJ-2007/7.230, voto do Dir. 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 junho/2013).

Nessa linha, não é necessário que o antigo controlador transfira o conjunto de suas ações ao adquirente para se caracterizar a alienação de controle, bastando que da transferência onerosa de ações resulte um novo acionista controlador – deve-se verificar se o adquirente se torna titular de ações suficientes para lhe assegurar o controle.³⁴

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*.³⁵

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.³⁶

34. M. Carvalhosa, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, cit., p. 145: “Vê-se, pois, que a efetividade do controle, para os fins do art. 254 da Lei 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”.

35. Essa interpretação, segundo essa visão, seria corroborada pelo § 4º do art. 29 da Instrução CVM-361/2002: “§ 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 n. 6.404/1976”.

36. Cf. Processo CVM/RJ-2008/4.156, voto do Dir. 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

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 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.³⁷ Trata-se de um conceito de *aquisição originária* bem menos largo 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.³⁸ Cabe diferenciar, portanto, no caso de mudanças dentro do próprio

<http://www.cvm.gov.br>, acesso em junho/2013). No mesmo sentido, cf. Processo CVM/RJ-2007/14.099 (disponível em <http://www.cvm.gov.br>, acesso em junho/2013).

37. Cf. C. Lobo, “Oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta”, cit., in A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, *Direito das Companhias*, p. 2.012: “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”.

38. Cf. F. Coelho, “O direito de saída conjunta (*tag along*)”, in J. Lobo (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. 481.

bloco de controle, a situação 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.³⁹

Com base na interpretação dominante, anteriormente descrita, pode-se sintetizar que a hipótese legal se caracteriza 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.⁴⁰

A jurisprudência da CVM consolidou, de certo modo, o entendimento antes descrito a respeito do art. 254-A, fugindo ao escopo do presente trabalho analisar a rica casuística sobre o tema.⁴¹

A tendência de maior dispersão acionária das companhias brasileiras nos anos 2000 trouxe à tona, porém, nova questão polêmica.

39. Cf.: F. Coelho, "O direito de saída conjunta (*tag along*)", cit., in J. Lobo (coord.), *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, 2002; N. Eizirik e outros, *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2008, p. 593.

40. De forma didática, apontando os elementos essenciais do tipo, cf. N. Eizirik e outros, *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, cit., 2ª ed., pp. 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 da totalidade ou de parte de ações ou de direitos sobre tais ações pertencentes ao antigo controlador".

41. Encontra-se abrangente análise casuística sobre a aplicação do art. 254-A, baseada sobretudo em precedentes da CVM, em R. N. Prado, *Oferta Pública de Ações, Obrigatória nas S/A: Tag Along*, cit., pp. 191-226. Também adotando abordagem casuística, mas a partir de casos hipotéticos, cf. C. Siqueira, *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*, Niterói, FMF Editora, 2004. No Processo CVM/RJ-2007/7.230, o voto do Dir. Eli Loria resume bem os elementos do negócio, no mesmo sentido antes destacado: "As características da alienação do controle acionário que obrigam à 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 junho/2013).

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: trata-se de saber se o dispositivo se aplica à *alienação de bloco minoritário de controle*. Diante da realidade de companhias comandadas por companhias com blocos de acionistas minoritários, como aplicar o conceito de *alienação de controle*?

Como se verá, diante dessa nova realidade, esse conceito, se já ensejava polêmica e incerteza infundável, tornou-se absolutamente anacrônico. Para ilustrá-lo, vale examinar o debate, tal como atualmente posto na doutrina e na jurisprudência, a respeito da incidência, ou não, do art. 254-A da Lei das S/A à hipótese do controle minoritário (ou de fato).

3.1 Oferta obrigatória e controle minoritário (ou de fato)

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, pelos arts. 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 aqui-

sição 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.⁴²

A contrapartida do poder conferido ao acionista controlador foi a definição de um regime especial de deveres e responsabilidades.⁴³ Por isso, o acionista controlador consubstancia autêntico órgão da companhia brasileira,⁴⁴ correspondendo a uma terceira instância de poder, além da administração e da assembleia-geral.⁴⁵ 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, parágrafo único, da Lei das S/A.⁴⁶ O descumprimento desses deveres fiduciários ou da função social, que legitima seu poder, caracterizam exercício abusivo do poder de controle (arts. 117 e 246 da Lei das S/A), ensejando a responsabilidade de seu titular pelos danos causados e, eventualmente, a ineficácia dos atos praticados.⁴⁷

42. Cf. C. Salomão Filho, "Direito societário e novo mercado", in *O Novo Direito Societário*, 3ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2006, pp. 52-53.

43. Cf. A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 801.

44. Cf. F. K. Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, cit., 3ª ed., p. 107.

45. Idem, p. 26.

46. Posição jurídica muito semelhante à que os adeptos da *team production theory* atribuem aos administradores no sistema societário norte-americano (cf. M. Blair e L. Stout, "A team production theory of corporate law", *Virginia Law Review* 85/247-328, 1999).

47. Cf. C. Salomão Filho, "Deveres fiduciários do controlador", in C. Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, cit., 4ª ed., pp. 191-201, e "Função social do contrato: primeiras anotações", *RT* 823/85, São Paulo, Ed. RT, 2004.

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 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.⁴⁸ 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. 116.⁴⁹

Não há na lei brasileira, portanto, ao definir *acionista controlador* e *sociedade controladora*, referência à titularidade de um percentual mínimo de ações.⁵⁰ A Lei das S/A não conceituou acionista controlador

48. Cf. G. D. C. Pereira, *Alienação do Poder de Controle Acionário*, cit., p. 20.

49. Sobre o requisito do uso efetivo do poder, cf.: G. D. C. Pereira, *Alienação do Poder de Controle Acionário*, cit., pp. 18-19; F. K. Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, cit., 3ª ed., p. 67; E. Teixeira e J. Guerreiro, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, cit., vol. 2, p. 702.

50. 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. G. A. Ferrarini e G. P. Miller, “A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe”, *Cornell International Law Journal* 42/310-334, 2009; M. Ventoruzzo, “Europe’s Thirteenth Directive and U.S. takeover regulation: regulatory means and political and economic ends”, *Texas International Law Journal* 41/171-221, 2006; L. Enriques, “The

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 este trabalho, 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, 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.⁵¹

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.⁵² A possibilidade do controle

mandatory bid rule in the Takeover Directive: harmonization without foundation”, *European Company and Financial Law Review* 1/440-457, 2004.

51. Cf.: F. K. Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, cit., 3ª ed., 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”); E. Teixeira e J. Guerreiro, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, cit., vol. 2, 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 ...”); E. Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 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”).

52. J. Guerreiro, “Sociedade anônima. Reorganização societária. Alienação de ações. Alienação de controle direta e indireta: inoportunidade. Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas”, cit., *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/213: “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

minoritário decorre da definição dos quóruns de instalação e de deliberação da assembleia-geral (arts. 125 e 129 da Lei das S/A), bem como da competência da CVM para reduzir o quórum qualificado de deliberação, em virtude de dispersão acionária (art. 136, § 2º, da Lei das S/A).

Não é correto, portanto, o entendimento de que a Lei Societária brasileira, em virtude do requisito *permanência*, não reconhecera o controle minoritário.⁵³ Na realidade, significaria grave rompimento 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, especialmente em companhias integrantes do Novo Mercado.⁵⁴

Antes, dada a concentração do capital das companhias brasileiras, não havia controle minoritário na realidade prática.⁵⁵ 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.⁵⁶ Em sua obra seminal, escrita

absenteísmo 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”.

53. Defendendo a inexistência do controle minoritário no regime da Lei das S/A, cf. M. Carvalhosa, “O desaparecimento do controlador nas companhias com ações dispersas”, in M. Adamek (coord.), *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, Liber Amicorum* professor Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, São Paulo, Malheiros Editores, 2011, pp. 516-521.

54. Cf. E. Munhoz, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, cit., Parte I, Capítulo III.

55. Idem, *ibidem*.

56. 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 cinco acionistas, titulares cada qual de 10,1% do capital votante, vinculados por acordo de acionistas com prazo de vigência de cinco anos, sendo de titularidade de um único acionista as ações remanescentes, representativas de 49% do capital votante.

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”.⁵⁷

A posição jurídica de acionista controlador, que pressupõe o conjunto de direitos, deveres e responsabilidades de que antes se cuidou, 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.⁵⁸ Seria uma absurdidade jurídica transferir um *fato jurídico*, ou seja, algo que cria, modifica ou extingue relações jurídicas.⁵⁹ 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

No primeiro caso haveria controle minoritário; e no segundo, majoritário. Não há dúvida, porém, no exemplo dado, de que o poder de controle minoritário seria mais intenso e estável do que o poder majoritário. A esse respeito, cf. E. Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário*, cit., p. 235.

57. F. C. Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, cit., 3ª ed., p. 51.

58. Cf. J. L. Bulhões Pedreira, “Alienação de controle de companhia aberta”, cit., in A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A: Pressupostos, Elaboração, Aplicação*, 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*)”.

59. Cf. J. L. Bulhões Pedreira, “Alienação de controle de companhia aberta”, cit., in A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A: Pressupostos, Elaboração, Aplicação*, pp. 701-702.

poder de controle.⁶⁰ 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.

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 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*) se estruturar e ser exercido a partir de uma *participação minoritária* no capital votante (nesse sentido, pode-se falar 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 à outra, ainda que relacionados, são completamente autônomos e distintos.⁶¹

60. Idem, pp. 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”.

61. Cf. Processo CVM/RJ-2005/4.069, voto do Dir. 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 junho/2013).

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.⁶² Ilustração disso é o Direito Alemão, que, na esteira da orientação majoritária na Europa, adota na Lei Acionária, ao disciplinar os grupos societários (§ 17 Akt-G⁶³), 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%).⁶⁴

Com respeito à interpretação do art. 254-A, é interessante observar que a corrente que defende, para a incidência da oferta obrigatória,

62. Cf. J. L. Bulhões Pedreira, “Alienação de controle de companhia aberta”, cit., in A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A: Pressupostos, Elaboração, Aplicação*, 1992; N. Eizirik, “Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública”, in R. R. M. de Castro e L. A. N. de Moura Azevedo, *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, São Paulo, Quartier Latin, 2010, pp. 177-190; C. Lobo, “Oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta”, cit., in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *Direito das Companhias*, pp. 2.008-2.016; L. Cantidiano, *Reforma da Lei das S/A Comentada*, Rio de Janeiro, Renovar, 2002, p. 238.

Embora admita a possibilidade 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-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” (F. K. Comparato e C. Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 5ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2008, p. 243, nota de texto 45).

63. Abreviatura de *Aktiengesetz*.

64. Sobre a estrutura de governança da companhia aberta alemã, adotando perspectiva comparativa, cf. K. Hopt, “The German two-tier board: experiences, theories, reforms”, in K. Hopt e outros (eds.), *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*, Nova York, Oxford, 1998, pp. 227-258. Sobre a WpÜG, cf.: J. W. Cioffi, “Restructuring ‘Germany Inc.’: the politics of company and takeover law, reform in Germany and European Union”, *Law & Policy* 24/355-402, 2002; J. Gordon, “An American perspective on anti-takeover laws in the EU: the German example”, in G. Ferrarini e outros (eds.), *Reforming Company and Takeover law In Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, pp. 541-559.

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, 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 de 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.⁶⁵

Assim, deixou de ser verdadeiramente relevante o ângulo do alienante das ações, mas, fundamental, o do seu adquirente. É evidente que, ao se adotar 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, do qual se retiram as ações alienadas, não precisa representar a maioria do capital votante. Importa que na pessoa do adquirente se reúna um bloco de ações capaz de lhe assegurar o controle.

Vale observar que a CVM teve oportunidade de se manifestar a respeito do tema em precedente administrativo de 2009.⁶⁶ Embora o

65. Cf. M. Carvalhosa, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, cit., p. 145.

66. Processo CVM/RJ-2009/1.956 (disponível em <http://www.cvm.gov.br>, acesso em junho/2013). 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/RJ-2007/7.230): “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 junho/2013).

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 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.⁶⁷ Os Diretores Eliseu Martins e Marcos Pinto adotaram posição diametralmente oposta, reconhecendo a obrigatoriedade da oferta no caso de o alienante se qualificar 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 se qualificar 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, se tem visto ocorrer desde a introdução da oferta pública obrigatória derivada de alienação de controle no Direito Brasileiro.

Esse quadro de incerteza e de insegurança corrobora o fato – que este trabalho procura evidenciar – de que o conceito de *alienação* se tornou anacrônico e inadequado. Por isso, deve ser interpretado sob uma nova luz, de forma a assegurar sua efetividade no direito societário brasileiro hodierno. É do que se passa a tratar no tópico seguinte.

67. Cf. Processo CVM/RJ-2009/1.956, 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 Lei das S/A, 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”.

4. A substituição do conceito de alienação pelo de aquisição de controle

O estudo da aquisição de controle acionário no Direito Brasileiro e no Comparado leva a uma – talvez única – certeza: a necessidade de substituir o conceito de *alienação de controle*, adotado pela lei brasileira, pelo de *aquisição de controle*.

O instituto da *alienação de controle* vem se desprendendo da ideia de *alienação*, desde sua origem, quando a Emenda Lehmann introduziu no art. 254 uma hipótese de aquisição originária.⁶⁸ Passadas mais de três décadas, diante de companhias brasileiras com maior nível de dispersão acionária, é mais do que chegada a hora de quebrar o liame final que prende o Direito Brasileiro ao conceito de *alienação*, a essa altura já completamente desfigurado pela doutrina e pela jurisprudência formadas a respeito do art. 254-A da Lei das S/A.⁶⁹

Deve-se substituir o tipo *alienação de controle* pelo tipo *aquisição de controle mediante negócios privados* (em Bolsa de Valores ou fora dela) como fundamento da oferta obrigatória destinada a assegurar o princípio do tratamento igualitário. Consideram-se aquisições privadas, ou *negócios privados*, para efeito da definição antes referida, todas aquelas que se realizam fora do regime de uma oferta pública.

Não importa para os objetivos da disciplina se há, ou não, *alienação*. Importa que, em virtude da aquisição de ações, sejam quais forem a origem ou a quantidade destas, surge um novo acionista controlador. Assim, a Lei Acionária brasileira cuidaria do tipo *aquisição de controle mediante Negócios Privados* no art. 254-A, e de *aquisição de controle mediante oferta pública* no art. 257, mantendo perfeita coerência na disciplina da matéria. Na mesma linha, os itens 8.1 e 8.2 do Regulamento do Novo Mercado, em vez de disciplinar a *alienação de controle*, teriam por objeto a *aquisição de controle mediante negócios privados*.

68. Cf.: J. L. Bulhões Pedreira, "Alienação de controle e incorporação de instituição financeira", cit., in J. L. Bulhões Pedreira e A. Lamy Filho, *A Lei das S/A: Pressupostos, Elaboração, Aplicação*, p. 758; G. D. C. Pereira, *Alienação do Poder de Controle Acionário*, cit., pp. 189-191.

69. Cf. E. Munhoz, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, cit., Parte III, tópico I.A.1.b.

Essa solução alinharia o Direito Brasileiro ao modelo da Diretiva Europeia⁷⁰ que disciplina os negócios sobre o controle acionário. Há muito, mesmo antes da Diretiva, os Países europeus adotam como fato gerador da oferta pública obrigatória não a *alienação*, mas a *aquisição*, de controle.⁷¹ Essa experiência pode ser valiosa para o Direito Brasileiro.

É interessante observar que a OPA por alienação de controle (art. 254-A da Lei das S/A) e a OPA do Novo Mercado (itens 8.1 e 8.2 do Regulamento) aproximam-se, em muitos aspectos, da oferta mandatória do Direito Europeu (prevista na Diretiva e adotada por diversos Países, com algumas modificações⁷²). Todas elas decorrem da aquisição de controle, ou seja, têm como pressuposto uma aquisição anterior do controle acionário.⁷³ São, a bem dizer, condição do negócio de aquisição de controle, de tal sorte que este não produz efeitos se a oferta não é lançada.

A oferta europeia, porém, estrutura-se de forma inversa ao que se vê em suas similares brasileiras. A OPA por alienação e a OPA do Novo Mercado têm como fato gerador uma situação de controle preexistente. Assim, para determinar a obrigatoriedade do seu lançamento, é preciso verificar se as ações objeto da *alienação* são de titularidade de acionista controlador. Ou seja: deve haver situação de controle *ex ante*. Ao longo deste trabalho foi possível verificar como é difícil a aplicação desse critério.⁷⁴

Já, a oferta europeia tem por base um negócio de *aquisição*, ou seja, é irrelevante a pessoa do vendedor das ações, que pode ser controlador ou não. O critério para determinar a obrigação de formular a oferta é o aparecimento de um novo acionista controlador. Trata-se da

70. Diretiva 2004/25/CE, de 30.4.2004.

71. Cf. G. A. Ferrarini e G. P. Miller, "A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe", cit., *Cornell International Law Journal* 42/310-334, 2009; C. Bergström e outros, "The optimality of the mandatory bid rule", *Journal of Law, Economics, & Organization* 13/433-451, 1997.

72. Para facilitar a referência, doravante, essa oferta é chamada genericamente de *oferta europeia*, *oferta obrigatória europeia* ou, ainda, *oferta mandatória europeia*. Ao lado dela, há a oferta voluntária prevista na Diretiva e na legislação dos Estados-membros, esta similar à OPA para aquisição de controle brasileira. Tais ofertas serão genericamente referidas como *oferta voluntária europeia*.

73. Cf. E. Munhoz, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, cit., Parte II, tópico II. D.5.b.3(A), e Parte III, tópico II. A.2. e II.A.4.

74. Idem, Parte III, tópico I.A.1.b.

verificação de uma situação de controle *ex post*. Com isso, a oferta europeia alcança as aquisições de controle em geral (originárias e derivadas), sendo passíveis de ser aplicadas, igualmente, a companhias com e sem acionista controlador majoritário.

Assim, a substituição do conceito de *alienação* pelo de *aquisição* de controle urge ser feita no Direito Brasileiro. Em vista da evolução histórica da interpretação do instituto, é possível adotar essa interpretação, desde logo, quanto ao art. 254-A e, por consequência, com relação aos itens 8.1 e 8.2 do Regulamento do Novo Mercado.

De fato, a interpretação literal desses dispositivos nunca foi a mais adotada, até pela falta de clareza dos termos empregados em sua redação, como se teve oportunidade de demonstrar. Ademais, esse passo final interpretativo é coerente com o longo caminho percorrido pela doutrina e pela jurisprudência ao levar o conceito de *alienação de controle* de um caso claro de venda do conjunto de ações integrantes do bloco de controle às miríades de complicadas situações nas quais hoje se reconhece a aplicação do dispositivo.

O último liame que prende a interpretação dominante ao conceito de alienação é a exigência de que pelo menos *parte* das ações do bloco de controle anterior seja transferida onerosamente. Que parte? Bastaria uma ação? É o caso de finalmente decidir que, sob a perspectiva sistemática e teleológica, não se faz necessária a transferência dessa tal *parte*, bastando para a tipificação do negócio dois elementos: (i) aquisição onerosa de ações (veja-se bem, quaisquer ações) e (ii) o fato de essas ações, somadas a outras de titularidade do adquirente ou de pessoas a ele vinculadas, assegurarem a ele uma participação acionária de controle na companhia.

Daí por que se entende que a interpretação do art. 254-A da Lei das S/A deve ser no sentido de que o negócio de mudança de titularidade do controle capaz de gerar a obrigatoriedade do lançamento de oferta de aquisição de ações é o de *aquisição de controle*, e não o de *alienação*. Numa palavra: a hipótese normativa deve incidir em todos os casos em que houver aquisição de ações da qual resulte, para o comprador, a condição de novo acionista controlador da companhia. A ênfase, portanto, está inteiramente no resultado da operação, sendo irrelevante se as ações adquiridas, que levaram à modificação do controle, integravam, ou não, bloco de controle no momento anterior.

5. Conclusão

Este artigo não se preocupa em esgotar a análise do regramento das modificações de controle no Direito Brasileiro.⁷⁵ Pretendeu estudar um dos pilares da disciplina, segundo a visão do autor: a substituição do conceito de *alienação* pelo de *aquisição de controle* para determinar a obrigatoriedade da oferta de aquisição de ações.

Essa modificação, baseada em uma nova interpretação do art. 254-A da Lei Acionária, evitará a miríade de interpretações estereis a respeito do conceito de *alienação* de controle, cujos fundamentos de há muito se desvincularam dos objetivos da disciplina. Quanto à interpretação do art. 254-A, tem prevalecido a discussão sobre a forma ou sobre as naturezas jurídicas, em detrimento da finalidade social do instituto.

Ao se enfatizar, na determinação da obrigatoriedade da oferta de aquisição de ações, o resultado da operação – qual seja, o surgimento de novo acionista controlador –, pode-se readequar a disciplina jurídica aos seus objetivos. Importa, para a obrigatoriedade da oferta, a mudança da titularidade do controle, e não se houve a venda por um controlador anterior.

A adoção do conceito de *aquisição de controle* confere à Lei Societária a capacidade de regular de forma adequada as situações de controle concentrado (companhias com acionista controlador majoritário) mas também aquelas em que há dispersão acionária (controle minoritário ou, mesmo, ausência de controle). De fato, o conceito de *alienação* tornou-se anacrônico, entre outros fatores, em virtude de sua absoluta inadequação para lidar com companhias destituídas de acionista controlador majoritário.

Além do adoção do conceito de *aquisição*, outros dois fundamentos são relevantes para a disciplina dos negócios de transferência do controle: (i) a coordenação das ofertas obrigatória (art. 254-A da Lei das S/A) e voluntária (art. 257 da Lei das S/A) e (ii) a definição de um conceito específico de controle (arts. 254-A e 257 da Lei das S/A), diverso do adotado para a imputação de deveres e responsabilidades ao acionista controlador (arts. 116 e 117 da Lei das S/A) e baseado em presunção

75. Para uma análise compreensiva, cf. E. Munhoz, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, cit.

relativa fundada na titularidade de um percentual mínimo de participação acionária. Esses outros dois fundamentos, que hão de se conjugar ao primeiro para o necessário equilíbrio e sistematicidade do regramento, não são, porém, objeto deste artigo.⁷⁶ Merecem novos estudos.

76. A esse respeito, cf. E. Munhoz, *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, cit.

TEMAS DE DIREITO EMPRESARIAL

em homenagem ao Professor

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA

MARCELO VIEIRA VON ADAMEK

(Coordenadores)

Assim se manifestam os Coordenadores desta obra:

“Suas obras jurídicas anteviram o porvir. *Ensaio sobre Arbitragens Comerciais; Do Direito do Acionista ao Dividendo; Mercado de Capitais & “Insider Trading”; A Responsabilidade do Fabricante pelo Fato do Produto; Obrigação Tributária; Direito Comercial: Textos e Pretextos; Comentários à Lei das Sociedades Anônimas; Pareceres.*

“O ilustre homenageado não é pessoa de fazer autopromoção, como tantos por aí. Mas é, para mim, um dos maiores comercialistas que o Brasil tem.

“O que certamente também pensam todos os ilustres Mestres que contribuíram para o presente *liber amicorum* – a quem externo, como um dos coordenadores da obra, meus sinceros agradecimentos.”

ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA

“(…) um grande admirador da sua consistente e profunda produção intelectual, a abranger intrincadas questões em praticamente todas as áreas do direito empresarial e refletidas em livros, ensaios e estudos, assim como em inúmeros pareceres – escritos em estilo sóbrio, claro e seguro, próprio de quem, à qualidade de excepcional jurista, ainda reúne os predicados de habilidoso e combativo advogado (...).”

MARCELO VIEIRA VON ADAMEK

**MALHEIROS
EDITORES**

ISBN 85-392-0240-9



9 788539 202409