

**NELSON EIZIRIK**

**A LEI DAS S/A  
COMENTADA  
VOLUME IV  
ARTS. 206 A 300**

**2ª EDIÇÃO**

**REVISTA E AMPLIADA**

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL  
SÃO PAULO, 2015  
quartierlatin@quartierlatin.art.br  
www.quartierlatin.art.br

**EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL**

EMPRESA BRASILEIRA, FUNDADA EM 20 DE NOVEMBRO DE 2001

RUA SANTO AMARO, 316 – CEP 01315-000

VENDAS: FONE (11) 3101-5780

EMAIL: [quartierlatin@quartierlatin.art.br](mailto:quartierlatin@quartierlatin.art.br)

SITE: [www.quartierlatin.art.br](http://www.quartierlatin.art.br)

**EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL**  
RUA SANTO AMARO, 316 – CENTRO – SÃO PAULO

COORDENAÇÃO EDITORIAL: VINICIUS VIEIRA

PRODUÇÃO EDITORIAL: JOSÉ UBIRATAN FERRAZ BUENO

DIAGRAMAÇÃO E FINALIZAÇÃO: EDUARDO NALLIS VILLANOVA

REVISÃO GRAMATICAL: TARSILA NASCIMENTO MARCHETTI

PROJETO GRÁFICO DE CAPA: INVENTUM DESIGN

EIZIRIK, NELSON. A LEI DAS S/A COMENTADA. VOLUME IV – 2ª  
EDIÇÃO REVISTA E AMPLIADA – ARTIGOS 206 A 300. SÃO PAULO:  
QUARTIER LATIN, 2015.

ISBN 85-7674-803-7

1. DIREITO COMERCIAL. 2. DIREITO SOCIETÁRIO. I. TÍTULO

ÍNDICES PARA CATÁLOGO SISTEMÁTICO:

1. BRASIL: DIREITO COMERCIAL
2. BRASIL: DIREITO SOCIETÁRIO

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfilmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

**COLABORADORA NO VOLUME IV:**

**ANDREA BRAGA**

**COLABORAÇÃO DE VINÍCIUS AVERSARI MARTINS**  
**(ARTIGOS 247 A 250)**

seus acionistas minoritários a subscrição ou a aquisição das ações. Também poderão os minoritários ceder o seu direito a terceiros<sup>3</sup>.

As ações não subscritas ou adquiridas pelos minoritários da controladora, decorrido o prazo de decadência, poderão ser livremente alienadas a terceiros, desde que nas mesmas condições de preço e forma de pagamento.

A reversão pode ser frustrada caso nem os minoritários da controladora exerçam o seu direito de preferência nem terceiros se interessem pela subscrição ou aquisição das ações, hipóteses em que a subsidiária integral remanescerá em tal situação.

Também terão direito de preferência os sócios da controladora quando ela for uma sociedade de pessoas, uma vez que prevalece a lei societária. Com efeito, o direito origina-se da subsidiária integral, que somente pode ser uma companhia. Se o sócio da controladora – uma sociedade limitada – é prejudicado por aumento de capital da subsidiária integral em que lhe é negado o direito de preferência, pode propor ação de anulação da deliberação assemblear que o aprovou e homologou, ainda que ocorrida em sociedade da qual não é acionista, ou seja, a subsidiária integral<sup>4</sup>.

De grande relevância prática é a hipótese de incorporação de determinada companhia ou de suas ações por subsidiária integral de outra, o que é perfeitamente legítimo. Tais operações acarretam

3 Ver os comentários ao art. 109 da Lei das S.A.

4 Sobre esse assunto, ERASMO VALLADÃO E NOVAES FRANÇA, “Legitimação do Sócio da Sociedade Controladora para Pleitear a Anulação de Assembleia da Controlada Subsidiária Integral”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 129, janeiro-março, 2003, p. 229 (e no livro *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 424-431), observa que: “(...) justamente pelo caráter inusitado da situação – a companhia controlada, ou seja, a subsidiária integral, é uma sociedade com um único sócio – a lei trata o sócio da controladora como se fosse sócio da própria subsidiária integral, outorgando-lhe direito de preferência para a subscrição de ações desta última, da qual ele não é acionista. Seria um absurdo que, ao mesmo tempo, a lei lhe negasse legitimação para agir, no caso de desrespeito ao direito de preferência que ela própria lhe concede”.

o aumento de capital da incorporadora mediante integralização em bens constituídos das ações da futura subsidiária integral ou do patrimônio líquido da incorporada, com o conseqüente ingresso dos antigos acionistas da incorporada na estrutura acionária da sociedade incorporadora.

O aumento de capital ocorre sem a outorga do direito de preferência aos acionistas da sociedade incorporadora. A exclusão do direito de preferência, no caso, objetiva viabilizar a operação, na medida em que o aumento de capital da incorporadora é realizado com as ações a serem incorporadas ou com o patrimônio líquido da incorporada. Trata-se, pois, de uma modalidade especial de aumento de capital, o qual somente pode ser subscrito pelos acionistas da sociedade incorporada, na medida em que eles são os únicos titulares dos bens com os quais as novas ações da incorporadora serão integralizadas.

Assim, a regra que exclui o direito de preferência na incorporação (artigo 252, § 2º) prevalece sobre a que o assegura na hipótese de aumento de capital da subsidiária integral, de acordo com o inciso II desse artigo. Caso contrário, se impediria, sem qualquer fundamento jurídico, a realização de operações de incorporação de subsidiária integral.

## SEÇÃO VI

### ALIENAÇÃO DE CONTROLE

#### DIVULGAÇÃO

“Art. 254. (Revogado pela Lei nº 9.457/1997).”

“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. (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários 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. (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)

§ 2º 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. (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o *caput*. (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)

§ 4º 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. (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)

§ 5º (Vetado). (Incluído pela Lei nº 10.303/2001)"

## 1. HISTÓRICO E FINALIDADES DA REALIZAÇÃO DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES - ("OPA") POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE

Podemos identificar, em nossa prática societária, o controle acionário majoritário (quando um acionista detém a maioria das ações com direito de voto), o controle compartilhado (exercido por várias pessoas em conjunto, usualmente como signatários de acordo de acionistas, que se obrigam a votar em bloco nas matérias atinentes ao exercício do poder de controle) e o controle minoritário

(quando, dada a dispersão das ações da companhia no mercado, um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante). A partir de 2006, ocorreu a adoção, por algumas companhias abertas brasileiras, do modelo denominado "controle pulverizado" ou "controle gerencial", no qual não se identifica a figura do acionista controlador, ficando a direção efetiva dos negócios sociais sob a gestão de administradores profissionais, membros do conselho de administração e da diretoria<sup>1-2</sup>.

No controle majoritário ou compartilhado, a alienação do controle ocorre por meio de uma operação de caráter privado em que há negociação preliminar entre o acionista controlador alienante e o adquirente do controle acionário, na qual, entre outras condições, são estabelecidos contratualmente a quantidade de ações e o preço que deverá ser pago por elas na operação<sup>3</sup>. Ou seja, nesse caso, a transferência do controle depende necessariamente da vontade do acionista controlador.

Quando o capital da companhia objeto encontra-se de tal maneira disperso que o controle é exercido por acionistas minoritários ou mesmo pela própria administração, pode ser mais conveniente para os interessados em adquirir o controle, ao invés de negociarem diretamente com diferentes acionistas, promoverem uma oferta pública dirigida a todos eles em conjunto (*takeover bid* ou *tender offer*), convidando-os a venderem suas ações a um determinado preço. Muitas dessas ofertas são caracterizadas como ofertas hostis (*hostile takeovers*) por serem realizadas sem o consentimento dos administradores da companhia objeto<sup>4</sup>.

1 Para análise da caracterização do controle acionário, ver os comentários ao art. 116 da Lei das S.A.

2 ADOLPHO BERLE and GARDINER MEANS. *The Modern Corporation and Private Property*. 4<sup>th</sup> edition, New York: Harcourt, Brace & World, 1967, p. 66-84.

3 ROBERTA NIOAC PRADO. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. - Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 119 e seguintes.

4 Sobre as ofertas públicas para aquisição de controle, ver os comentários aos arts. 257 a 263 da Lei das S.A.



Em companhias com o controlador definido, a disciplina jurídica deve ater-se ao conflito entre acionista majoritário e acionistas minoritários. Uma das questões centrais nesse cenário refere-se à seguinte indagação: o acionista controlador alienante e o adquirente estão livres para negociar os termos da alienação de controle sem estender aos acionistas minoritários parte do prêmio de controle ou o direito de se retirarem da companhia (*sharing and exit rule*)<sup>5</sup>?

A propósito, considera-se que o poder de controle constitui um bem ao qual é atribuído valor próprio, que não se confunde com o valor individual das ações que garantem o seu exercício. Em vista disso, nas operações de transferência de controle, são atribuídos às ações componentes do bloco de controle, em regra, preços mais elevados do que aqueles pelos quais as demais ações são normalmente negociadas no mercado secundário; a diferença é usualmente denominada como “ágio” ou “prêmio de controle”.

Há 2 (duas) correntes doutrinárias diferentes sobre o prêmio de controle. A primeira defende que o prêmio de controle deve ser atribuído exclusivamente ao acionista controlador, uma vez que visa a remunerar os custos incorridos por ele no comando da atividade empresarial. As normas societárias que limitam o poder do acionista controlador e estabelecem deveres fiduciários à administração são suficientes para disciplinar eventuais conflitos decorrentes dessas operações. Nesse sentido, o controlador deve ser livre para alienar suas ações e receber o prêmio de controle, sendo esse o entendimento que prevalece, via de regra, no ordenamento jurídico dos Estados Unidos<sup>6</sup>.

5 PAUL DAVIES and KLAUS HOPT, “Control Transactions”. In: *The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach*. 2<sup>nd</sup> Edition, New York: Oxford University Press, 2009, p. 253-263.

6 Nesse sentido, o American Law Institute estabelece que “a controlling shareholder has the same right to dispose of voting equity securities as any other shareholder, including (...) for a price that is not made proportionally available to other shareholders”, In: *Principles of Corporate Governance*, 5.16. Ver, a propósito, as decisões dos seguintes casos norte-americanos: (i) *In re Sea-Land Corp. Shareholders Litigation*, 1987 WL 11283, \*5 (Del. Ch. 1987): “A controlling stockholder is generally under no duty to refrain from receiving a premium upon the

Uma segunda corrente defende que, diante de sistemas ineficientes de controle concentrado, nos quais o acionista controlador apropria-se indevidamente de recursos da companhia, o prêmio costuma ser exagerado, não condizente com os custos incorridos pelo controlador na condução da atividade empresarial. Uma das razões que justificam a diferença significativa entre o preço pago para aquisição do controle e o valor atribuído às ações pertencentes aos minoritários é a insuficiente proteção dos interesses dos investidores, o que permite que os controladores se apropriem dos chamados *private benefits of control*, isto é, de remuneração superior a de mercado, o uso de bens da sociedade para fins particulares, empréstimos subsidiados, operações com partes relacionadas ao controlador em condições não equitativas, etc. Ou seja, aceita-se pagar um sobrevalor elevado pelo controle em função da expectativa de que o novo controlador possa recuperar seu investimento por meio da expropriação indevida de recursos da companhia. Existindo maior proteção aos investidores por parte do sistema legal, a diferença de valor entre as ações integrantes do bloco de controle e aquelas pertencentes aos minoritários deixa de ser significativa<sup>7</sup>.

*sale of his controlling stock*”; (ii) *Harris v. Carter*, 582 A.2d 222, 235 (Del. Ch. 1990): “It is a principle of Delaware law that a shareholder has the right to sell his or her stock and in the ordinary course owes no duty in that connection to other shareholders when acting in good faith”; (iii) *Thorpe v. CERBCO, Inc.*, 676 A.2d 436 (Del. Sup. 1996); e (iv) Robert W. Hamilton, *Private Sale of Control Transactions: Where We Stand Today*, 36 *Case Wes. Res. L. Rev.* 248 (1985). Ver, também, RONALD J. GILSON and JEFFREY N. GORDON, “Controlling Controlling Shareholders”, *The Center for Law and Economic Studies Working Paper*. n° 228, New York, June, 2003, disponível em: <ssrn.com/abstract=417181>. E, em sentido contrário, WILLIAM D. ANDREWS, “The Stockholder’s Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares”, *Harvard Law Review*. Massachusetts: The Harvard Law Review Association, v. 78, n° 3, January, 1965, p. 505-563.

7 Segundo RONALD J. GILSON and JEFFREY N. GORDON, “Controlling Controlling Shareholders”, *The Center for Law and Economic Studies Working Paper* n° 228, New York, June, 2003, disponível em: <ssrn.com/abstract=417181>: “A controlling shareholder may extract private benefits of control in one of three ways: by taking a disproportionate amount of the corporation’s ongoing earnings; by freezing out the minority; or by selling control”. Ver, ainda, EDUARDO SECCHI MUNHOZ, “Transferência de Controle nas Companhias



Assim, o prêmio deve ser compartilhado com os acionistas minoritários no momento da alienação de controle da companhia, evitando que o controlador se aproprie de todo o sobrepreço decorrente da venda das ações integrantes do bloco de controle (*sharing rule*).

A obrigatoriedade de compartilhamento do ágio decorrente da venda do controle fundamenta-se no fato: (i) dele refletir a valorização patrimonial da companhia, para a qual também contribuíram os acionistas minoritários<sup>8</sup>; e (ii) de que o valor de venda do controle inclui não apenas o poder de dirigir a companhia, mas os intangíveis e outros ativos que também pertencem aos acionistas minoritários, justificando-se, assim, que estes recebam ao menos parte do prêmio apurado na operação de transferência de controle<sup>9</sup>.

A forma mais comum de estender o sobrepreço decorrente da alienação de controle aos acionistas minoritários consiste em obrigar o adquirente do controle a promover oferta pública a eles

---

sem Controlador Majoritário". In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luiz André N. de Moura Azevedo (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 295; RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ DE SILANES, ANDREI SHLEIFER, ROBERT W. VISHNY, "Investor Protection and Corporate Governance", June, 1999, disponível em: <ssrn.com/abstract=183908>; JOHN COFFEE JR., "Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control", *Columbia Law and Economics Working Paper*. n° 183, January, 2001, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=257613>.

8 MODESTO CARVALHOSA. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 142-143; WALDIRIO BULGARELLI. *Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 158.

9 ROBERTA NIOAC PRADO, "Da Obrigatoriedade por Parte do Adquirente do Controle de Sociedade por Ações de Capital Aberto de Fazer Simultânea Oferta Pública, em Iguais Condições, aos Acionistas Minoritários - Art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução CMN 401/76 - É Efetivo Mecanismo de Proteção Aos Minoritários?", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 106, abril-junho, 1997, p. 83-106; JORGE LOBO, "Interpretação Realista da Alienação de Controle de Companhia Aberta", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 123, julho-setembro, 2001, p. 7-22; ANDREA FERNANDES ANDREZO, "A Alienação de Controle de Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária - Efetivo Avanço?", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 130, abril-junho, 2003, p. 160-179.

dirigida, assegurando-lhes o direito de venderem as ações de sua propriedade em conjunto com o antigo controlador, no momento em que ocorre a operação (*mandatory bid rule*)<sup>10</sup>. Nesse caso, a regra de divisão do prêmio de controle (*sharing rule*) é acompanhada do direito de saída (*exit rule*).

O direito de saída pode ser justificado pelo fato de que os minoritários, ao decidirem investir em determinada companhia aberta, levam em consideração a pessoa do controlador, isto é, quem efetivamente conduz os negócios sociais. É na figura do controlador que os acionistas minoritários depositam sua confiança e, sob esse aspecto, trata-se de verdadeira relação *intuitu personae*. São as características pessoais do controlador que podem motivar a vinculação do investidor/acionista minoritário à companhia. Assim, é razoável que, na mudança de controle, os minoritários tenham o direito de saída, caso não concordem em permanecer associados a uma companhia com um novo acionista controlador<sup>11</sup>.

A realização da oferta pública obrigatória baseia-se no entendimento de que não se pode impor ao acionista minoritário um novo controlador, com o qual ele não mantém uma relação fiduciária<sup>12</sup>.

---

10 Sobre a conceituação de oferta pública de aquisição de ações e suas principais características, ver NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 569 e seguintes.

11 ROBERTA NIOAC PRADO, "Da Obrigatoriedade por Parte do Adquirente do Controle de Sociedade por Ações de Capital Aberto de Fazer Simultânea Oferta Pública, em Iguais Condições, aos Acionistas Minoritários - Art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução CMN 401/76 - É Efetivo Mecanismo de Proteção Aos Minoritários?", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro...*, v. 106, p. 90.

12 Não se pode prever, de antemão, os efeitos que a alienação de controle produzirá sobre a companhia. A propósito, PAUL DAVIES and KLAUS HOPT, "Control Transactions". In: *The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach...*, p. 258: "The acquirer, even if it does not intend to loot the company, may embark upon a different and less successful strategy; may be less respectful of the minority's interests and rights; or may just simply use the acquired control systematically for implementing a group strategy at the expense of the new group member company and its minority shareholders".



Dessa forma, também sob esse aspecto, é justificável a possibilidade concedida ao acionista minoritário de se desligar da sociedade, alienando suas ações por ocasião da OPA<sup>13</sup>.

Portanto, a obrigatoriedade da realização de oferta pública de aquisição de ações decorrente de alienação de controle justifica-se, fundamentalmente, por 2 (duas) razões: ao acionista minoritário deve ser assegurado o direito de participar no ágio ou prêmio pago pelo adquirente do controle e também deve ser a ele atribuído o direito de desvincular-se da sociedade se houver quebra da *affectio societatis*, isto é, no caso de alteração da base de controle da companhia na qual ele havia depositado sua confiança.

A obrigatoriedade de oferta pública por alienação de controle está prevista em diversos ordenamentos jurídicos. No Direito Inglês, tal imposição foi inicialmente adotada, com a promulgação do *City Code on Takeovers and Mergers*, em 1968. O fundamento para a obrigatoriedade de realização dessa modalidade de oferta pública (*mandatory offers*) é justamente permitir que os acionistas minoritários possam usufruir das mesmas oportunidades obtidas pelos controladores quando estes estiverem se retirando da companhia<sup>14</sup>.

No Direito Francês, também prevalece o princípio de igualdade de oportunidades entre os acionistas, do qual resulta a necessidade

13 A propósito, ver o Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/4069, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. em 11.04.2006, em que o Colegiado da CVM manifestou o entendimento de que a oferta pública por alienação de controle tem por finalidade "conferir a possibilidade de uma 'compensação' à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem as suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando esta estabilidade for perturbada". No Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/7230, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 11.07.2007, o Colegiado da CVM entendeu, no mesmo sentido, que "o próprio fundamento da OPA, a sua razão de ser, está no resguardo do direito dos acionistas não controladores de se retirarem de uma companhia que, uma vez controlada por pessoa diversa da que o fazia antes, já não representa seus interesses".

14 PAUL L. DAVIES. *Modern Company Law*. 7<sup>th</sup> edition, London: Sweet & Maxwell, 2003, p. 727.

de, nos casos de alienação de controle, o adquirente formular oferta pública para comprar as ações detidas pelos acionistas minoritários ao mesmo preço pelo qual a cessão do bloco de controle foi realizada<sup>15</sup>.

Com base em tais princípios, em 21.04.2004, a *Directiva* 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia estabeleceu, como regra geral, a realização da oferta de aquisição obrigatória sempre que determinado acionista venha a deter ações em quantidade que lhe confira o poder de controle sobre a companhia, delegando à legislação de cada país a definição do percentual do capital votante a partir do qual considera-se que o acionista passa a dispor desse controle e, conseqüentemente, deve realizar a oferta pública<sup>16</sup>. Na maioria dos países europeus, o percentual a partir do qual a OPA passa a ser obrigatória foi fixado em 30% (trinta por cento) do capital votante.

Em nosso ordenamento jurídico, o direito de saída conjunta passou a ser assegurado aos acionistas minoritários a partir do advento da Lei das S.A.

15 ALAIN VIANDIER. *OPA, OPE et Autres Offres Publiques*. Paris: Francis Lefebvre, 1999, p. 374 e seguintes.

16 De acordo com o art. 5º da *Directiva* 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, disponível em: <www.europa.eu>, a saber: "1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o nº 1 do artigo 1º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no nº 4. 2. O dever de lançar uma oferta previsto no nº 1 não é aplicável quando o controlo tiver sido adquirido na sequência de uma oferta voluntária realizada em conformidade com a presente directiva, dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações. 3. A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, para efeitos do nº 1, bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social".



O artigo 254, hoje revogado, em sua redação original, condicionou a alienação do controle acionário de companhia aberta à prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários. O § 1º do mesmo artigo, por sua vez, atribuiu à Autarquia o dever de zelar para que fosse assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante a apresentação de simultânea oferta pública para aquisição das ações de sua propriedade.

Vale dizer, impunha-se ao adquirente do controle acionário de companhia aberta a obrigação de estender aos acionistas minoritários a oportunidade de vender suas ações pelo mesmo preço que havia sido pago ao alienante que detinha o poder de controle<sup>17-18</sup>.

A Lei nº 9.457/1997, contudo, revogou expressamente o artigo 254 e os §§ 1º e 2º do artigo 255 da Lei das S.A., que estendiam o mesmo princípio estabelecido no artigo 254 às companhias abertas dependentes de autorização governamental para funcionar, como é o caso das instituições financeiras. Eliminou-se, dessa forma, de nosso sistema jurídico, a oferta pública obrigatória de aquisição de

17 Note-se que o direito de saída conjunta outorgado pela Lei das S.A. não se confunde com os direitos pactuados em acordos de acionistas denominados *tag along rights*, por meio dos quais confere-se a outros acionistas da companhia o direito de vender suas ações juntamente com o acionista alienante, assumindo este a obrigação de somente transferir suas ações se o adquirente comprar, concomitantemente, aquelas detidas pelos acionistas que exercerem o *tag along*. Tais direitos nascem da autonomia da vontade das partes, ao contrário da OPA por alienação de controle, que constitui norma legal imperativa. A propósito, ver os comentários ao art. 118 da Lei das S.A.

18 A alienação de controle constitui fato relevante, nos termos do § 4º do art. 157 da Lei das S.A. A Instrução CVM nº 358/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 369/2002 e 449/2007, regula, em seu art. 10, a divulgação da alienação de controle, impondo ao adquirente a obrigação de providenciá-la. Entretanto, tal dispositivo não exime a responsabilidade dos administradores da companhia aberta de divulgarem imediatamente a alienação de controle, uma vez que a Lei das S.A. atribui tal responsabilidade aos administradores. Nesse sentido foi a decisão proferida pela 5ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo nos autos da Apelação Cível nº 65.531-1, Rel. Des. Márcio Bonilha, j. em 25.06.1987, In: NELSON EIZIRIK. *Sociedades Anônimas - Jurisprudência*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 420-426.

ações dos minoritários, decorrente da alienação do controle acionário de companhia aberta.

Conforme a justificação do Projeto de Lei nº 1.564, de 28.02.1996, que resultou na Lei nº 9.457/1997, a eliminação do tratamento igualitário para os acionistas minoritários fundamentou-se na necessidade de reduzir, para o adquirente do controle acionário, os custos da operação; extinguindo-se a oferta pública, os recursos que nela seriam despendidos passariam a ficar disponíveis para a capitalização da companhia. No entanto, a motivação principal da supressão da obrigatoriedade da realização da OPA por alienação de controle foi facilitar a privatização das companhias submetidas a controle estatal, permitindo que o Governo Federal se apropriasse de todo o sobrepreço que seria pago na venda de tais companhias a investidores privados.

No período em que não havia obrigatoriedade de se estender aos minoritários os valores pagos em virtude da transferência de controle foram realizadas diversas operações em que eram pagos ágios substanciais ao alienante do poder de controle, enquanto os minoritários recebiam, em ofertas voluntárias formuladas pelo novo controlador, preços significativamente mais baixos<sup>19</sup>.

Assim, passou-se a defender a reintrodução em nosso ordenamento jurídico do princípio estabelecido no antigo artigo 254, como forma de garantir maior proteção aos interesses dos acionistas minoritários, o que foi feito por meio da Lei nº 10.303/2001, a qual restaurou, sob novas condições, a obrigatoriedade de realização de oferta pública em virtude da alienação de controle de companhia aberta.

19 A propósito dos valores dos prêmios de controle pagos em operações realizadas no mercado brasileiro entre 1997 e 2001, que, em alguns casos eram superiores a 200% (duzentos por cento), ver ANDREA FERNANDES ANDREZO, "A Alienação de Controle de Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária - Efetivo Avanço?", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro...*, v. 130, p. 160-179.



No entanto, ao invés de obrigar o adquirente do controle a oferecer aos minoritários as mesmas condições contratadas com o antigo controlador, a Lei nº 10.303/2001, ao introduzir na Lei das S.A. o artigo 254-A, determinou que ele deve pagar aos minoritários preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle.

Dessa forma, não se restaurou o princípio do tratamento igualitário contido, originalmente, no artigo 254, mas, ao contrário, consagrou-se, expressamente, a atribuição de um valor econômico ao bloco de controle da companhia aberta, justificando-se, pois, que as ações que integram tal bloco recebam um preço superior ao dos acionistas minoritários, por ocasião de sua alienação.

Atualmente, além de estar prevista neste artigo, a OPA por alienação de controle está também regulada pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme previsto no § 3º<sup>20</sup>.

É importante notar que a OPA obrigatória decorrente da transferência de controle de que trata este artigo diferencia-se da OPA voluntária para aquisição de controle de companhia aberta, regulada nos artigos 257 e seguintes.

Com efeito, a OPA prevista neste artigo ocorre após e em consequência da alienação privada de controle de companhia aberta, sendo sua realização condição legal para a eficácia da transferência de controle. Trata-se de modalidade de OPA obrigatória, ou seja, ocorrendo o pressuposto legal – a transferência onerosa de controle de companhia aberta –, o adquirente tem, compulsoriamente, que formular a oferta pública aos minoritários.

A OPA disciplinada no artigo 257, por sua vez, tem como pressuposto o apelo ao público que faz aquele que deseja adquirir o controle de determinada companhia aberta. Tal oferta possui caráter facultativo e voluntário, uma vez que não decorre de exigência legal,

<sup>20</sup> Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009, 487/2010 e 492/2011.

não sendo vedada a utilização de outros meios para a consecução do fim colimado, qual seja, a aquisição do controle.

## 2. DESTINATÁRIOS DA OFERTA

Com a reintrodução do instituto da oferta pública de aquisição de ações em decorrência da alienação de controle da companhia, por meio do artigo 254-A, incluído na Lei das S.A. pela Lei nº 10.303/2001, o legislador deixou expresso, dissipando as dúvidas existentes no regime legal anterior<sup>21</sup>, que tal oferta somente é destinada de forma cogente aos titulares das ações com direito de voto que não integram o bloco de controle. Portanto, os titulares de ações preferenciais, em regra, não têm direito de vender suas ações por ocasião da alienação do controle de companhia aberta, a não ser que o estatuto social lhes confira o direito de voto, nos termos do artigo 17, § 1º, inciso III<sup>22</sup>.

De acordo com a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, as ações preferenciais que adquirirem direito a voto na hipótese de não pagamento de dividendos, nos termos do artigo 111, § 1º, bem como aquelas com voto restrito – isto é, que tenham direito

<sup>21</sup> No que tange às controvérsias referentes aos destinatários da oferta pública por alienação de controle de companhia aberta, no regime do antigo art. 254 da Lei das S.A., ver MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 384-410.

<sup>22</sup> Existem, na doutrina, posicionamentos contrários ao fato de a OPA por alienação de controle não ser legalmente estendida aos acionistas detentores de ações sem direito a voto. Nesse sentido, ver NORMA PARENTE, "Principais Inovações Introduzidas pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações". In: Jorge Lobo e Antonio Kandir (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 39: "É lamentável que esse direito não tenha sido estendido ao acionista preferencial. Em termos patrimoniais, a sua contribuição tem o mesmo valor que a dos demais acionistas. É injusto que o direito de vender em conjunto com o controlador não tenha sido outorgado". Em sentido contrário, ver MARCOS ANDREY DE SOUSA, "O Direito de Saída Conjunta (*Tag Along*) e os Preferencialistas". In: Rodrigo R. Monteiro de Castro & Leandro Santos Aragão (Coord.). *Sociedade Anônima - 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 287.



a voto apenas em determinadas matérias, expressamente previstas no estatuto social -, não têm direito a participar da oferta pública prevista neste artigo, já que se trata de direito a voto eventual, e não permanente e pleno<sup>23</sup>. Porém, tal norma da Comissão de Valores Mobiliários é ilegal, uma vez que o dispositivo legal não faz qualquer menção à necessidade de que as ações tenham voto permanente.

As ações preferenciais, ainda que sem direito de voto ou com restrição ao exercício desse direito, poderão ser objeto da oferta pública por alienação de controle quando essa vantagem lhes for atribuída pelo estatuto social. Nesse sentido, aliás, um número cada vez maior de companhias abertas têm adotado tal prática, como forma de valorizar as ações preferenciais de sua emissão e sinalizar ao mercado que a companhia trata todos os seus acionistas minoritários de forma equitativa. É o caso, por exemplo, das companhias que aderiram ao Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOvespa, o qual estabelece a obrigatoriedade de o adquirente do controle acionário formular a OPA também para adquirir as ações preferenciais em circulação no mercado.

### 3. REQUISITOS PARA A OBRIGATORIEDADE DA OFERTA PÚBLICA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE

A Lei nº 10.303/2001 conferiu uma acepção ampla à expressão “alienação do controle acionário”, nela incluindo todas as hipóteses que, de acordo com as decisões proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários na análise dos casos ocorridos na vigência da redação original da Lei das S.A., caracterizam a efetiva transferência do poder de controle sobre determinada companhia aberta.

23 O art. 29 da Instrução CVM nº 361/2002 estabelece que a oferta pública por alienação de controle terá por objeto “todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária”.

O § 1º deste artigo prevê que a alienação de controle pode decorrer de 4 (quatro) diferentes modalidades de operações, quais sejam, a transferência, direta ou indireta, de: (i) ações integrantes do bloco de controle; (ii) ações vinculadas a acordos de acionistas; (iii) valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto; ou (iv) direitos de subscrição de ações ou outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações<sup>24</sup>, desde que a operação resulte na “alienação de controle acionário da sociedade”, isto é, na efetiva transferência do controle para terceiros<sup>25</sup>.

Com o propósito de preservar a amplitude do conceito de “alienação de controle” para efeito de aplicação da oferta pública prevista neste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários, após enumerar um elenco exemplificativo de operações que podem ensejar a alienação do controle acionário, expressamente ressalva que ela poderá determinar a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar a ocorrência de alienação onerosa do controle de companhia aberta<sup>26</sup>.

Verifica-se, portanto, que o conceito de “alienação de controle” abrange não apenas a venda direta do conjunto das ações que com-

24 Note-se que a transferência de ações com direito a voto em potencial (valores mobiliários conversíveis em ações, bônus de subscrição, direitos de preferência para a subscrição de ações, etc.) não é suficiente, *per se*, para tornar exigível a OPA por alienação de controle. É preciso que haja o exercício dos direitos conferidos por tais títulos, seja com a conversão ou subscrição, para que a alienação de controle seja consumada e possa se exigir a realização da oferta. Nesse sentido, ver CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO, “Alienação de Controle de Companhia Aberta”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2.012.

25 No mesmo diapasão, o art. 29, § 4º, da Instrução CVM nº 361/2002 estabelece que “*entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76*”.

26 Art. 29, § 5º, da Instrução CVM nº 361/2002.



põem o bloco de controle, mas também sua alienação indireta – que ocorre mediante a transferência do controle acionário de sociedade controladora de companhia aberta – e a alienação por etapas – aquela implementada por meio de uma sequência encadeada de operações ao longo de um período de tempo determinado<sup>27</sup>.

A alienação do controle acionário de uma companhia aberta tem por objeto não a simples cessão de um bloco de ações, mas a transferência do próprio poder de dominação sobre a atividade empresarial exercida pela sociedade<sup>28</sup>. Isso significa que a alienação de controle não decorre exclusivamente da venda de valores mobiliários emitidos pela companhia, mas pressupõe também, e necessariamente, a modificação do titular do poder sobre os negócios da companhia<sup>29</sup>.

O objetivo do legislador, ao definir de forma abrangente as hipóteses de alienação de controle, foi assegurar a obrigatoriedade da realização da oferta pública sempre que determinada operação resultar na efetiva transferência do poder de comandar as atividades da companhia<sup>30</sup>.

Portanto, em qualquer das hipóteses contempladas neste artigo (alienação direta, alienação indireta ou alienação em etapas), o

- 
- 27 MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK. *A Nova Lei das S/A...*, p. 384-410.
- 28 FABIO KONDER COMPARATO e CALIXTO SALOMÃO FILHO. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 252.
- 29 FERNANDO ALBINO DE OLIVEIRA, "A Alienação do Controle Societário na Lei das S/A". In: Jairo Saddi (Org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 227-228.
- 30 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, "Restrições a Transferências de Ações e Alteração do Poder de Controle", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 153-154, janeiro-julho, 2010, p. 292, observa que: "a regra legal em tela está voltada para a figura do destinatário da transferência, que emerge como novo controlador, sem se referir à figura do titular anterior, que, de resto, nem mencionado é no dispositivo. A figura do titular anterior do controle está, porém, implícita nessa conceituação, pela simples razão de que a alienação de controle não decorre simplesmente da transferência de valores mobiliários emitidos pela companhia, mas da transferência de valores mobiliários que provoque necessariamente a migração do poder de comando do titular anterior para um novo titular".

pressuposto fundamental, para que se configure a obrigatoriedade de realização de oferta pública, é que a operação resulte, direta ou indiretamente, na transferência do poder de dirigir o processo empresarial de determinada companhia aberta<sup>31</sup>.

Assim, o disposto neste artigo somente pode ser aplicado caso os integrantes do bloco de controle cedam suas posições para terceiro e este assumira posição dominante na companhia, passando a exercer, em substituição ao antigo controlador, o poder de conduzir as atividades sociais<sup>32</sup>.

Ressalte-se, no entanto, que devem ser considerados terceiros não apenas aqueles que não mantinham qualquer relação com os antigos acionistas controladores, mas também aqueles que, apesar de eventualmente integrarem esse bloco, na hipótese de controle compartilhado, detinham posição minoritária. Ou seja, também fica caracterizada a alienação de controle, para efeitos deste artigo, quando alguém que detinha uma participação minoritária adquire ações que lhe conferem uma posição de predominância no bloco, passando a exercer o domínio da atividade empresarial<sup>33</sup>.

- 
- 31 Ver, a propósito, CARLOS AUGUSTO JUNQUEIRA DE SIQUEIRA. *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*. Niterói: FMF, 2004, p. 64; LUIZ LEONARDO CANTIDIANO, "Características das Ações, Cancelamento de Registro e 'Tag-Along'". In: Jorge Lobo (Coord.). *Reforma da Lei de Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 93; e ARTHUR BARDAWIL PENTEADO, "CVM - Decisão Administrativa sobre Alienação de Controle - Ações Vinculadas a Acordo de Acionistas - O Caso Votorantim", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 126, abril-junho, 2002, p. 181.
- 32 O Dir. Eli Loria, no julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/7230, j. em 11.07.2007, em que também foi relator, assim se manifestou: "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".
- 33 A propósito, ver FÁBIO ULHOA COELHO, "O Direito de Saída Conjunta ('Tag Along')". In: Jorge Lobo (Coord.). *Reforma da Lei de Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 481; MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK. A



A simples mudança de posição dentro do bloco de controle, com a transferência de ações de um acionista para outro, sem que haja a alteração da vontade prevalecente dentro do grupo controlador, não configura alienação de controle, pois tal transferência de ações dá ensejo a uma mera consolidação do controle<sup>34</sup>.

Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários decidiu que não fica caracterizada a obrigatoriedade de realização da oferta pública na hipótese em que 2 (dois) acionistas exerciam o poder de controle de forma absolutamente paritária, sem que qualquer um deles prevalecesse e um deles vende sua participação para o outro<sup>35</sup>.

Pelas mesmas razões, também não configura alienação do controle, para os efeitos deste artigo, a hipótese em que um terceiro, que não integrava originalmente o grupo controlador, adquire apenas parte das ações integrantes do bloco de controle, não assumindo uma posição predominante dentro do grupo anteriormente constituído. Nesse caso, não estará configurada a alienação de controle

---

Nova Lei das S/A..., p. 398; NELSON CÂNDIDO MOTTA, "Alienação do Poder de Controle Compartilhado", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 89, janeiro-março, 1993, p. 45.

34 NELSON CÂNDIDO MOTTA, "Alienação do Poder de Controle Compartilhado", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro...*, p. 45, conclui que: "Temos para nós, como certo e indubitável, que as transferências realizadas entre sócios, no âmbito do grupo controlador, não alteram a titularidade do poder de controle frente à sociedade e não afetam as relações entre a maioria na assembleia geral. O sócio que sendo já possuidor de 30% das ações do grupo, eleva para 40% a sua participação, através de transferências feitas internamente, não acarreta qualquer mudança na identidade do acionista controlador da companhia. Não gera nenhuma modificação na correlação dos votos que concorrem à assembleia geral. Pois se o poder de controle continua a ser exercido, de forma compartilhada, pelo mesmo grupo de acionistas que já o exercia anteriormente, cumpre reconhecer – por imperativo lógico – que nesse caso não se verificou a alienação do controle da sociedade, não sendo portanto exigível oferta pública aos acionistas minoritários". No mesmo sentido, FERNANDO ALBINO DE OLIVEIRA, "A Alienação do Controle Societário na Lei das S/A". In: Jairo Saddi (Org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos...*, p. 227-228.

35 Ver Memo/SRE/GER-1/Nº147/2007, de 16.05.2007, e a decisão do Colegiado da CVM proferida no Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/7230, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 11.07.2007.

da companhia, mas uma simples transferência de ações integrantes desse bloco<sup>36-37</sup>.

Vale dizer, se a alienação de ações de propriedade do acionista controlador para um terceiro não acarreta o surgimento de um novo controlador em substituição ao anterior, que tenha poderes de, isoladamente, determinar mudanças na orientação geral dos negócios da companhia, ficará configurada uma alteração na forma de exercício do controle, mas não uma alienação capaz de ensejar a obrigatoriedade da OPA prevista neste artigo.

Também pelo fato de não acarretar mudança efetiva no comando dos negócios sociais, a reestruturação do controle, sem alteração do acionista controlador final, não obriga à realização da OPA tratada por este artigo. A Lei das S.A., ao regular as consequências jurídicas da titularidade do poder de controle, teve por objetivo atingir o real detentor desse poder, isto é, o acionista controlador final, e não as *holdings* que apenas servem de instrumentos para o exercício do controle. Se a caracterização dessa operação pressupõe a transferência do poder de dirigir os negócios sociais e se tal poder pertence, de fato, ao acionista controlador indireto, não se pode falar em alienação de controle nos casos em que a companhia permanece subordinada ao mesmo controlador final.

---

36 Nesse sentido se manifestou o Colegiado da CVM no Processo Administrativo CVM nº RJ 2001/10329, Rel. Dir. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 19.02.2002. A respeito, ver também o MEMO/SER/GER-1/Nº14/2012, de 02.02.2012, apresentado nos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ 2011/13706.

37 A propósito, PAULO EDUARDO PENNA. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 114, sustenta que: "A rigor, não importa a quantidade de ações do bloco de controle adquiridas pelo novo integrante proporcionalmente às demais ações que formam o bloco ou mesmo em relação à totalidade das ações votantes de emissão da companhia. O novo integrante do grupo controlador pode ter adquirido uma posição majoritária no bloco ou até mesmo no âmbito da companhia, porém, por força do arranjo de forças estabelecido no acordo de acionistas, estar em posição paritária ou até mesmo subordinada em relação aos demais participantes do grupo. Esta hipótese não caracterizará uma alienação de controle".



Assim, a consolidação do controle em uma nova sociedade *holding*, reorganizando as sociedades que detêm o controle direto – e desde que mantido efetivamente o poder de controle sob a titularidade do mesmo acionista controlador final –, não configura alienação de controle para os efeitos deste artigo<sup>38</sup>. Nesse caso, ocorre apenas uma mudança do veículo utilizado para o exercício do controle, o qual permanece sob a titularidade do mesmo acionista controlador indireto<sup>39</sup>.

Além da efetiva mudança no comando dos negócios sociais, a aplicação da regra estabelecida neste artigo exige, ainda, o caráter oneroso da operação. Somente pode ser exigida a oferta pública para aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários nas operações em que haja pagamento, em dinheiro ou em bens, pelas ações ou valores mobiliários que ensejam a transferência do poder de controle.

De fato, como este artigo determina que o preço da oferta pública dirigida aos acionistas minoritários deve corresponder a 80% (oitenta por cento) do valor por ação pago ao antigo controlador, dita oferta pública, evidentemente, não teria qualquer finalidade nas hipóteses em que a transferência ocorresse a título gratuito (por exemplo, em caso de herança ou doação)<sup>40</sup>. Isto não significa, con-

38 ALEXANDRE DE MENDONÇA WALD e LUIZA RANGEL MORAES, "Transferência de Controle de Companhia Aberta. Algumas Questões para Estudo e Reflexão", *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 38, outubro-dezembro, 2007, p. 15-38; ARNOLDO WALD, "Da Caracterização da Alienação de Controle". In: Arnaldo Wald (Coord.). *Direito Empresarial: Sociedades Anônimas*. v. III, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 469.

39 A CVM consolidou esse entendimento mediante a edição do Parecer CVM/SJU nº 066/1985. No mesmo sentido, ver a decisão do Colegiado da CVM proferida no Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/7658, j. em 11.04.2007.

40 Em operação de alienação de controle mediante pagamento de preço simbólico de R\$ 1,00 (um real), entendeu a CVM que, embora formalmente onerosa, a aquisição do controle foi, em essência, gratuita, tendo em vista a imaterialidade do preço. Nesse sentido, ver Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/14383, Rel. SRE, j. em 12.03.2013.

tudo, que a oferta pública somente deva ser realizada nas hipóteses em que o preço pago pela aquisição do controle contenha ágio em relação ao valor de mercado das ações emitidas pela companhia, visto que a existência de ágio não foi prevista neste artigo como pressuposto para a obrigatoriedade da OPA<sup>41</sup>.

Assim, desde que a operação tenha caráter oneroso, e estejam presentes os demais requisitos, torna-se obrigatória a realização da oferta, ainda que o valor a ser pago aos minoritários seja eventualmente menor do que aquele pelo qual as ações objeto da oferta foram transacionadas no mercado secundário<sup>42</sup>. A realização de tal oferta pública, ainda que por valor inferior ao de cotação no mercado, justifica-se na medida em que ela pode representar para os acionistas minoritários a única oportunidade de sair da companhia em conjunto com o acionista controlador, especialmente se a liquidez das ações de sua emissão no mercado secundário for reduzida<sup>43</sup>.

A alienação de controle acionário, para efeitos deste artigo, pressupõe a cessão de todas ou de parte das ações pertencentes aos acionistas que, anteriormente, eram titulares do poder de dirigir as atividades sociais.

Na vigência do regime original da Lei das S.A., o Conselho Monetário Nacional – CMN – editou a Resolução CMN nº 401/1976, já revogada, que exigia, para a caracterização da alienação de controle, que o alienante transferisse o conjunto de suas ações para o novo

41 Ver, a propósito, o voto do, então, Presidente Marcelo Trindade no Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/7230, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 11.07.2007: "Quanto ao argumento de que o preço pago seria um indicador de que houve alienação do controle, quando esse preço embutir um prêmio em relação ao mercado, ele me parece útil para situações de fraude ou simulação, mas não como regra. A aquisição de participações estratégicas ou minoritárias relevantes também se dá normalmente com prêmio, sem que isso implique na obrigação de realizar OPA".

42 Ver, a propósito, a decisão do Colegiado da CVM proferida no Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/7658, j. em 11.04.2007.

43 JOSÉ WALDECY LUCENA. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 189 a 300)*. v. 3, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 873-874.



controlador. Nos casos em que o controle era exercido por um grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, somente se consideraria alienação de tal controle “o negócio pelo qual todas as pessoas que formam o grupo controlador transferem para terceiros o poder de controle da companhia”. A orientação restritiva dessa extinta Resolução não foi seguida pela Lei nº 10.303/2001. De fato, o § 1º deste artigo, ao impor a realização da oferta pública, refere-se, genericamente, à transferência de ações vinculadas a acordos de acionistas que venha a resultar na alienação do controle acionário da companhia.

Dessa forma, não há dúvida de que, para que se torne obrigatória a oferta pública, não é necessário que os integrantes do grupo de controle transfiram para o novo controlador a totalidade de suas posições acionárias, bastando que da operação, em seu conjunto, resulte a alteração da titularidade do poder de orientar o funcionamento da companhia.

Porém, é indispensável, para aplicação deste artigo, que ocorra alguma transferência de ações, ou de direitos sobre elas, por pelo menos 1 (um) dos integrantes do grupo controlador, que acarrete a alienação do controle acionário, ou seja, o surgimento de 1 (um) novo acionista controlador, nos termos do § 1º.

Tal requisito justifica-se na medida em que não faz sentido exigir que o novo titular do controle acionário adquira as ações pertencentes aos minoritários, por meio da oferta pública, se ele não comprou nenhuma ação de titularidade do antigo controlador. Com efeito, se a oferta pública tem por objetivo, justamente, atribuir aos acionistas minoritários a mesma oportunidade de alienar suas ações usufruída pelo controlador, não há como se exigir a sua realização se este não alienou qualquer ação de sua propriedade ao novo controlador.

Nos casos de aquisição originária de controle, em que este é assumido por meio de compras de ações pertencentes a diversos acionistas isoladamente minoritários, sem que, para tanto, o novo controlador tenha que comprar ações pertencentes ao antigo con-

trolador, ou, ainda, em casos em que algum acionista ou grupo passa a exercer o controle sem adquirir quaisquer ações – por exemplo, por meio da celebração de um acordo de acionistas entre sócios que atuavam de forma independente –, não é obrigatória a realização da oferta pública prevista neste artigo<sup>44</sup>.

Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários decidiu que os acionistas minoritários de companhia aberta brasileira controlada por sociedade estrangeira cujo controle foi objeto de aquisição originária, efetivada por meio de operações realizadas no mercado, não têm direito de exigir a realização da oferta pública prevista neste artigo<sup>45</sup>.

Também não é exigida a realização da OPA por alienação de controle nos casos em que ocorre mudança de controle em decorrência de operações de incorporação (artigo 227), incorporação de ações (artigo 252), fusão (artigo 228) ou cisão (artigo 229). Tais operações de reorganização societária são absolutamente distintas da operação de alienação de controle prevista neste artigo, razão pela qual não se pode estender para aquelas os efeitos que a Lei das S.A. expressamente reservou às hipóteses de alienação de controle.

Nos casos de reorganização societária acima aludidos, as ações são transferidas como 1 (um) dos elementos do patrimônio da sociedade participante da operação. Portanto, não existe preço de alienação das ações integrantes do bloco de controle, uma vez que os patrimônios das

44 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Alienação de Controle de Companhia Aberta”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. v. II, 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 620; MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK. *A Nova Lei das S/A...*, p. 405; LUIZ LEONARDO CANTIDIANO. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 238; PAULO EDUARDO PENNA. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 107-108.

45 Ver o Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/14099, Rel. Dir. Durval Soledade, j. em 29.01.2008. No mesmo sentido, o Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/0471, Rel. Dir. Otavio Yazbek, j. em 03.03.2009; e o Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/13346, Rel. Dir. Ana Novaes, j. em 17.12.2013.



sociedades objeto da operação são avaliados como universalidades, para determinação da relação de troca entre as ações emitidas em virtude da operação e aquelas que serão extintas e substituídas<sup>46</sup>.

Ademais, a OPA por alienação de controle prevista neste artigo não é obrigatória em decorrência da transferência de controle minoritário<sup>47</sup>. O fato de o artigo 116 admitir a figura do controle minoritário não pode servir de base para a interpretação dos casos de alienação de controle. O objetivo da regra prevista em tal dispositivo foi facilitar a responsabilização do acionista controlador pelos atos abusivos eventualmente praticados no exercício desse poder<sup>48</sup> (p. 331).

46 Ver CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO, "Alienação de Controle de Companhia Aberta". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **Direito das Companhias**. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2.014; MODESTO CARVALHOSA, "Da inexigibilidade da Realização de OPA Prévia à Incorporação de Ações", **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 40, abril-junho, 2008, p. 161-169; e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES 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**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 45, julho-setembro, 2009, p. 207-223. No mesmo sentido, a CVM, por meio do voto do Dir. Marcos Barbosa Pinto, no Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/4156, Rel. Dir. Sergio Weguelin, j. em 17.06.2008, já deixou clara a diferença entre essas operações e a alienação de controle e a consequente impossibilidade de se exigir a realização de oferta pública nesses casos, mesmo que haja a efetiva mudança na figura do acionista controlador de 1 (uma) das companhias envolvidas: "2.1 Ninguém tem dúvidas, acredito eu, que a incorporação de uma companhia não equivale a uma alienação de controle. A Lei nº 6.404/76 não deixa margem para discussão a esse respeito, pois trata essas operações por meio de dispositivos distintos e de maneira completamente diversa. 2.2 Tampouco resta dúvida, acredito eu, de que a incorporação não gera a necessidade de oferta pública para os acionistas das companhias diretamente envolvidas, nem mesmo quando ocorre mudança do acionista controlador de uma das companhias. Não há necessidade de oferta pública porque, na incorporação, todos os acionistas devem, via de regra, receber o mesmo valor pelas suas ações". Ver, ainda, o MEMO/SRE/GER-1/Nº 214/2008, de 17.09.2008; o Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/5811, Rel. SEP, j. em 28.07.2009; e o Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/13346, Rel. Dir. Ana Novaes, j. em 17.12.2013.

47 Ver, a propósito, o voto proferido pelo Dir. Eli Loria no Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/1956, Rel. Dir. Eliseu Martins, j. em 15.07.2009.

Essa conclusão é ainda confirmada pelo fato de o § 1º deste artigo, ao explicitar o que se deve entender por "alienação de controle", não fazer referência à definição contida no artigo 116 ou mesmo à expressão "acionista controlador"<sup>49</sup>.

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

Assim, os elementos fundamentais que caracterizam a alienação do controle acionário, para os efeitos deste artigo, são os seguintes:

- (i) que a operação, em seu conjunto, resulte na presença de 1 (um) novo acionista controlador ou grupo de controle, que substitua o antigo controlador no exercício do poder de dominação sobre a companhia;
- (ii) que a transferência do controle, qualquer que seja a sua modalidade, apresente caráter oneroso; e
- (iii) que tenha ocorrido a transferência da totalidade ou de parte de ações ou de direitos sobre tais ações pertencentes ao antigo controlador.

48 NELSON EIZIRIK, "Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública". In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luiz André N. de Moura Azevedo (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 178-190. Em sentido contrário, EDUARDO SECCHI MUNHOZ, "Da Alienação à Aquisição de Controle: Uma Nova Interpretação para o Art. 254-A da Lei das S/A". In: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira Von Adamek (Coord.). **Temas de Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães**. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 201-229; ERIK FREDERICO OIOLI, **Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.** Coimbra: Almedina, 2014, p. 309-313.

49 Ver, a respeito, o voto do Rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio no Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/4069, j. em 11.04.2006. No mesmo sentido, o voto do Dir. Marcos Barbosa Pinto no Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/4156, Rel. Dir. Sergio Weguelin, j. em 17.06.2008.



#### 4. AUTORIZAÇÃO DA OPA PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E PREÇO DA OFERTA

Nos termos do § 2º, a Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação do controle da companhia aberta desde que as condições da oferta pública atendam aos requisitos legais.

O poder da Comissão de Valores Mobiliários é vinculado, não lhe competindo examinar a oportunidade ou a conveniência da alienação de controle, mas tão somente se foram cumpridos os requisitos legais e regulamentares para a realização da oferta pública, especialmente se está sendo assegurado aos titulares de ações com direito de voto o pagamento de preço, no mínimo, igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito de voto integrante do bloco de controle<sup>50</sup>.

Nos casos de alienação direta, em que o novo controlador adquire ações de emissão da companhia aberta pertencentes ao antigo detentor do controle acionário, tal verificação, por parte da Comissão de Valores Mobiliários, é feita pela simples comparação entre o preço pago ao alienante, revelado no contrato celebrado entre as partes, e aquele que está sendo oferecido aos acionistas minoritários.

No entanto, na hipótese de alienação indireta, especialmente nos casos em que a sociedade alienada possui outros ativos além do controle da companhia aberta objeto da OPA, torna-se mais

50 Em operações de aquisição de controle, é possível que o adquirente negocie com o controlador alienante a compra de um pacote de ações ordinárias e preferenciais, sem discriminação do preço a ser pago por cada tipo de ação, individualmente. Nesses casos, existe o risco de as ações preferenciais serem sobrevalorizadas, de modo a diluir a importância do prêmio pago pelo controle da companhia. A esse respeito, a CVM já firmou entendimento de que, dadas as particularidades da operação e dos respectivos contratos (cuja veracidade deve ser, em princípio, presumida), a atribuição de mesmo valor às duas espécies de ação pode ser justificada. Nessas circunstâncias, o cálculo do preço da OPA deve ser feito sobre o preço pago pelas ações ordinárias detidas pelo antigo controlador da companhia, sem levar em consideração eventual sobrepreço pago às ações preferenciais. Ver, a propósito, os Processos Administrativos CVM nºs RJ 2011/2092, Rel. Dir. Alexandre Broedel, j. em 17.03.2011 e RJ 2007/3296, Rel. SER, j. em 31.10.2007.

difícil determinar o valor correspondente a 80% (oitenta por cento) do preço pago por cada ação do bloco de controle. Ou seja, nessas situações, cumpre à Comissão de Valores Mobiliários determinar qual é a parcela do valor pago ao controlador indireto, no qual estão refletidos os diversos ativos por ele possuídos, que corresponde à companhia aberta cujo controle é alienado<sup>51</sup>.

É recomendável que os instrumentos celebrados entre o adquirente e o alienante do controle indireto contenham expressamente a informação sobre a parcela do preço total que corresponde às ações de emissão da companhia aberta em relação à qual deve ser realizada a OPA prevista neste artigo. Isso porque, nessa hipótese, a Comissão de Valores Mobiliários deverá presumir que tal quantia, informada pelo comprador e vendedor, efetivamente corresponde às ações da companhia indiretamente controlada, sem prejuízo da possibilidade de a Autarquia, ao analisar o caso concreto, detectar a eventual ocorrência de práticas ilegais ou fraudulentas visando a reduzir artificialmente o valor da OPA<sup>52</sup>.

Caso as partes não estabeleçam, de forma explícita, o valor correspondente à companhia aberta indiretamente controlada, a Comissão de Valores Mobiliários deverá buscar, por outros meios, evidências que lhe permitam considerar fundamentada a demonstração do preço da OPA, como, por exemplo, a apresentação de documentos e a oitiva do vendedor e do comprador.

51 A Instrução CVM nº 361/2002, em seu art. 29, § 6º, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010, determina que o ofertante deverá submeter à Autarquia, juntamente com o pedido de registro da OPA, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido aos acionistas minoritários, isto é, daquele que represente 80% (oitenta por cento) do preço correspondente à alienação de controle da companhia objeto.

52 Nesse sentido, a Instrução CVM nº 361/2002, no art. 29, § 6º, inciso II, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010, expressamente permite que a CVM, nos casos de alienação indireta de controle acionário, diante do caso concreto, requeira a apresentação de laudo de avaliação, a fim de verificar a consistência do demonstrativo de cálculo do montante devido.



A utilização desses outros meios, além de retardar o processo de registro da OPA, com prejuízo para os acionistas minoritários, submeterá o ofertante a elevado grau de incerteza, na medida em que a Comissão de Valores Mobiliários poderá considerar que o preço da oferta não foi devidamente justificado e, conseqüentemente, não conceder o registro para a sua realização<sup>53</sup>, ou determinar que ela seja realizada com base na comparação entre preços de mercado das ações de emissão da controladora e o da companhia aberta por ela indiretamente controlada, se for o caso<sup>54-55</sup>.

O requerimento de registro da OPA por alienação de controle deverá ser apresentado à Comissão de Valores Mobiliários no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações representativas do controle.

A realização da OPA deve, nos termos do *caput* deste artigo, constituir-se em condição suspensiva ou resolutiva da alienação de controle de companhia aberta. A condição será resolutiva sempre que a transferência do bloco de ações representativas do controle tiver ocorrido antes da efetivação da oferta pública de aquisição das ações votantes dos minoritários. Por outro lado, será suspensiva se os efeitos do contrato de alienação de controle não se produzirem desde logo, ou seja, permanecerem suspensos até a efetiva realização da oferta pública obrigatória<sup>56</sup> (p. 335).

53 Nesse sentido, ver o Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/0252, Rel. Dir. Durval Soledade, j. em 04.03.2008.

54 A propósito, ver o voto proferido pelo Dir. Pres. Marcelo Fernandez Trindade no Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/1996, Rel. Dir. Maria Helena Santana, j. em 21.03.2007.

55 A CVM, ao analisar laudos de avaliação em casos de alienação indireta de controle, deve se limitar a verificar se foram adotados métodos, critérios e premissas razoáveis. A Autarquia pode vir a ser responsabilizada por prejuízos eventualmente sofridos pelos minoritários que não considerarem adequado o preço oferecido por suas ações na respectiva oferta pública. Ver, nesse sentido, o acórdão proferido pela 1ª Turma do Tribunal Federal de Recursos nos autos da Apelação Cível nº 140.587-RJ, Rel. Min. Dias Trindade, j. em 26.02.1988, In: NELSON EIZIRIK. *Sociedades Anônimas - Jurisprudência...*, p. 743-746.

## 5. O PAGAMENTO DE PRÊMIO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

O § 4º permite ao adquirente do controle acionário oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecerem na companhia, mediante o pagamento de um prêmio no mínimo equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco.

Tal prêmio, na prática raramente utilizado, pode ser vantajoso tanto para o adquirente do controle, na medida em que lhe permite efetuar um menor desembolso de recursos, quanto para o acionista minoritário, pois este pode receber uma parte do ágio sem precisar se desfazer de suas ações.

O pagamento do prêmio não consiste em procedimento alternativo à oferta pública, que é obrigatória, de acordo com o disposto no *caput*, mas em uma faculdade, a ser adotada cumulativamente com a oferta pública, se assim o desejar o adquirente do controle, devendo constar tal opção, expressamente, do edital de oferta pública<sup>57</sup>.

O prêmio a que se refere o § 4º deve ser calculado com base na cotação média ponderada das ações objeto da oferta, nos últimos 60 (sessenta) pregões realizados antes da divulgação do aviso de "Fato Relevante" que der notícia da alienação de controle<sup>58-59</sup>.

A despeito de disposição regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários, não se pode admitir, tendo em vista a previsão legal, fixação de prêmio cujo valor seja inferior ao previsto na Lei das S.A.

56 ROBERTA NIOAC PRADO. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. - Tag Along...*, p. 179-180.

57 Em sentido contrário, LUIZ LEONARDO CANTIDIANO, "Características das Ações, Cancelamento de Registro e 'Tag-Along'". In: Jorge Lobo (Coord.). *Reforma da Lei de Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001...*, p. 98.

58 Art. 30, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002.

59 A Instrução CVM nº 361/2002, em seu art. 30, § 4º, determina que a CVM poderá deferir, a requerimento do ofertante, em determinadas condições, a oferta de prêmio diverso daquele referido no § 4º do art. 254-A da Lei das S.A.



Nesse sentido, há liberdade por parte do ofertante apenas para que seja oferecido valor superior à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle<sup>60</sup>.

## 6. A AUTORREGULAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE AQUISIÇÃO E ALIENAÇÃO DE CONTROLE - BM&FBovespa e COMITÊ DE AQUISIÇÕES E FUSÕES

A exigência da realização da oferta pública por ocasião da alienação de controle de companhia aberta constitui questão muito debatida em nosso Direito Societário, tendo suscitado diversos estudos doutrinários, bem como motivado inúmeras decisões da Comissão de Valores Mobiliários e do Poder Judiciário, notadamente em razão da acepção ampla do conceito de alienação de controle presente em nosso ordenamento jurídico.

As críticas existentes quanto ao fato de a Lei das S.A. ter limitado, como destinatários da OPA por alienação de controle, os acionistas detentores de ações com direito a voto e ter determinado, após a Lei nº 10.303/2001, que a tais acionistas deve ser pago preço inferior àquele pago ao acionista controlador - 80% (oitenta por cento) -, vêm sendo enfrentadas por meio de soluções adotadas no âmbito da autorregulação.

A partir de dezembro de 2000, a então Bovespa - atualmente BM&FBovespa - implantou alguns segmentos especiais de listagem que revelam o comprometimento das companhias que a eles voluntariamente aderirem para adotar melhores práticas de governança corporativa, introduzindo em suas estruturas societárias regras mais rigorosas do que aquelas previstas na Lei das S.A.

O mais importante desses segmentos é o denominado Novo Mercado, cuja principal inovação constitui a obrigação de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Exige-se, ainda, para as companhias listadas, a extensão para todos os

acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia. A concessão de tratamento igualitário a todos os acionistas é considerada uma boa prática de governança, pois evita a expropriação dos minoritários pelos controladores, no caso de eventual transferência do controle acionário.

As companhias que aderirem ao denominado Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa deverão estender aos acionistas preferencialistas o direito de participarem da oferta pública em decorrência da alienação de controle. O Regulamento do Nível 2, em sua versão original, determinava que, para os acionistas titulares de ações ordinárias, deveria ser conferido tratamento igualitário ao dispensado ao acionista controlador alienante e, no caso dos acionistas preferencialistas, deveria ser pago o preço de 80% (oitenta por cento) do valor pago ao controlador. Com a reforma do Regulamento, cuja nova versão entrou em vigor em 10.05.2011, determinou-se que o tratamento igualitário também deve ser entendido aos acionistas preferencialistas.

A insegurança jurídica a respeito da caracterização da OPA prevista neste artigo aliada à nova realidade do mercado de capitais brasileiro, no qual começam a ser identificadas várias companhias com o capital disperso, sem a existência de um acionista controlador definido, evidencia a importância da adoção de um critério objetivo para a definição das situações nas quais seja obrigatória a realização de oferta pública.

O sistema adotado pela Lei das S.A., que pressupõe a análise, caso a caso, da efetiva caracterização da alienação de controle de companhia aberta, contraria a tendência verificada nos países europeus, onde, após a edição da *Directiva* 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, também conhecida como 13ª Diretiva sobre fusões e aquisições, passou-se a estabelecer um percentual fixo do capital votante, a partir do qual presume-se a ocorrência da aquisição de controle e, conseqüentemente, torna-se obrigatória a realização da OPA.

60 Art. 30 da Instrução CVM nº 361/2002.



Aliás, discutiu-se, no âmbito da proposta de reforma do Regulamento do Novo Mercado, a possibilidade de inclusão de uma oferta pública obrigatória para os acionistas que adquirissem 30% (trinta por cento) do capital votante da companhia, nos moldes do que é praticado em países da comunidade europeia. Entretanto, tal modificação não foi aprovada pelas companhias integrantes do Novo Mercado.

Em 2013, a Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), a Associação das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a BM&FBovespa e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) instituíram no mercado de capitais brasileiro o Comitê de Aquisições e Fusões (CAF), entidade de natureza privada que funciona com base em um modelo de autorregulação voluntária e que foi inspirada no *Takeover Panel* existente no sistema jurídico inglês<sup>61-62</sup>.

O CAF foi constituído no intuito de assegurar a observância de condições equitativas nas ofertas públicas de aquisição de ações e operações de reorganização societária envolvendo companhias abertas.

As principais funções do CAF são a edição, aplicação e constante atualização de um Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões, que constitui um conjunto de princípios e regras que refletem o consenso dos participantes do mercado visando a disciplinar as OPAs e operações de reorganização societária, bem como a própria atuação do órgão, que deverá se dar de maneira confidencial, célere e com custos reduzidos para as partes envolvidas.

Sujeitam-se às regras do Código de Autorregulação do CAF as companhias abertas que voluntariamente aderirem à regulação

61 Sobre as origens do CAF e sua comparação com os órgãos inglês e australiano, ver NELSON EIZIRIK, MARCUS DE FREITAS HENRIQUES e JULIANA BOTINI HARGREAVES VIEIRA, "O Comitê de Aquisições e Fusões: Versão Brasileira do *Takeover Panel*". In: Luiz Fernando Martins Kuyven (Coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial. Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 884-912.

62 Sobre o *Takeover Panel* inglês, ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A.

e fiscalização do órgão, seja em base permanente ou mediante a submissão de determinada operação concreta.

Uma das principais inovações do CAF refere-se à instituição de uma nova modalidade de oferta pública obrigatória com o objetivo de regular os casos de aquisição de participação acionária relevante e de aquisição originária de poder de controle, nos moldes da norma existente no direito inglês.

De acordo com o Código de Autorregulação do CAF, a OPA por atingimento de participação acionária relevante é obrigatória no caso de um investidor adquirir de 20% (vinte por cento) a 30% (trinta por cento) do capital social de uma companhia aderente sem controlador definido.

Outra importante regra constante do Código de Autorregulação refere-se àquela que proíbe que as companhias aderentes ao CAF adotem as chamadas *poison pills*, que são previsões estatutárias que impõem barreiras não razoáveis a potenciais investidores interessados em adquirir percentual relevante do capital social ou mesmo o controle societário da companhia.

Assim, as companhias que desejarem aderir ao CAF não poderão prever, em seus estatutos sociais, disposições que estabeleçam obrigação de realizar OPA no caso de atingimento de determinada participação acionária no capital social distinta daquela regulada pelo próprio Código de Autorregulação.

#### COMPANHIA ABERTA SUJEITA A AUTORIZAÇÃO

**"Art. 255. A alienação do controle de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto. (Redação dada pela Lei nº 9.457/1997)**

**§ 1º (Revogado pela Lei nº 9.457/1997)**

**§ 2º (Revogado pela Lei nº 9.457/1997)"**



Sob a égide do Código Comercial de 1850, a constituição de qualquer sociedade anônima dependia de prévia autorização do Governo. Com a edição da Lei nº 3.150/1882, a liberdade de associação tornou-se regra geral em nosso regime de Direito Societário, mantendo-se, todavia, como exceção, a exigência de prévia autorização estatal para o funcionamento das sociedades anônimas estrangeiras.

As normas concernentes às sociedades dependentes de autorização do Governo foram posteriormente previstas nos artigos 59 a 73 do Decreto-Lei nº 2.627/1940. Tal diploma legal foi revogado pelo artigo 300 da Lei das S.A., ressalvados os artigos 59 a 73. O Código Civil de 2002, por sua vez, passou a regular as sociedades dependentes de autorização governamental, em seus artigos 1.123 a 1.141, ampliando a outros tipos societários a disciplina anteriormente estabelecida exclusivamente às sociedades anônimas.

A regra que obriga determinadas sociedades a obterem autorização do Governo para funcionar tem por fundamento normatizar a organização e fiscalizar a exploração de setores estratégicos da atividade empresarial, nos quais se identifica relevante interesse coletivo, como ocorre com as atividades bancária e securitária<sup>1</sup>. Certas sociedades, no entanto, qualquer que seja o seu objeto, subordinam-se à autorização governamental, sendo esse, por exemplo, o caso das sociedades estrangeiras que pretendam se estabelecer no País<sup>2</sup>. Uma vez que a garantia constitucional da livre associação é a regra em nosso ordenamento jurídico, dependem de autorização estatal para funcionar somente as companhias para as quais haja previsão legal específica, tais como: (i) as instituições financeiras e instituições a ela equiparadas<sup>3</sup>; (ii) as sociedades distribuidoras,

investidoras ou corretoras de valores mobiliários<sup>4</sup>; (iii) as seguradoras<sup>5</sup>, dentre outras<sup>6</sup>.

É comum, nos casos de sociedades cujo funcionamento dependa de autorização governamental, que o encerramento de suas atividades também esteja sujeito a procedimentos especiais de intervenção e liquidação administrativa, como ocorre com as instituições financeiras, nos termos disciplinados pela Lei nº 6.024/1974.

A competência para a concessão da autorização é do Poder Executivo. Cabe à lei especial definir o órgão executor do ato administrativo de autorização, que normalmente coincide com o órgão ao qual compete o controle e a fiscalização do exercício da respectiva atividade econômica.

O *caput* deste artigo previa, em sua redação original, que a alienação do controle de companhia aberta dependente de autorização do Governo para funcionar “e cujas ações ordinárias sejam por força de lei, nominativas ou endossáveis”, estaria sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto<sup>7</sup>.

O requisito que vinculava a prévia autorização estatal à obrigatoriedade de emissão, pelas companhias autorizadas, de ações

4 Art. 16, incisos I a IV, da Lei nº 6.385/1976.

5 Art. 24 do Decreto-Lei nº 73/1966.

6 Para uma lista mais ampla das sociedades dependentes de autorização, ver GUSTAVO TEPEDINO, HELOISA HELENA BARBOZA e MARIA CELINA BODIN DE MORAES. **Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República**. v. III, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 340.

7 A alienação de controle constitui fato relevante, nos termos do § 4º do art. 157 da Lei das S.A. A Instrução CVM nº 358/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 369/2002 e 449/2007, regula, em seu art. 10, a divulgação da alienação de controle, impondo ao adquirente a obrigação de providenciá-la. Entretanto, tal dispositivo não exime a responsabilidade dos administradores da companhia aberta de divulgarem imediatamente a alienação de controle, uma vez que a Lei das S.A. atribui essa responsabilidade aos administradores. Nesse sentido foi a decisão da 5ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo proferida nos autos da Apelação Cível nº 65.531-1, Rel. Des. Márcio Bonilha, j. em 25.06.1987, In: NELSON EIZIRIK. **Sociedades Anônimas - Jurisprudência**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 420.

1 MODESTO CARVALHOSA, “Parte Especial do Direito de Empresa - Arts. 1.052 a 1.195”. In: Antônio Junqueira de Azevedo (Coord.). **Comentários ao Código Civil**. v. 13, São Paulo: Saraiva, 2003, p. 545-546.

2 Art. 1.134 do Código Civil.

3 Art. 18 da Lei nº 4.595/1964.



ordinárias nominativas ou endossáveis perdeu o sentido por força da Lei nº 8.021/1990, que determinou que todas as ações emitidas pelas sociedades anônimas fossem nominativas. Por essa razão, com a reforma operada pela Lei nº 9.457/1997, o *caput* deste artigo recebeu redação que suprimiu tal requisito.

Ademais, na redação original da Lei das S.A., este artigo contava com 2 (dois) parágrafos que dispunham que: (i) a autoridade competente para autorizar a alienação de controle deveria zelar para que fosse assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para a aquisição das suas ações, ou o rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar (§ 1º); e (ii) se a compradora pretendesse incorporar a companhia, ou com ela se fundir, o tratamento equitativo seria apreciado no conjunto das operações (§ 2º).

A obrigação imposta ao adquirente do controle de companhia aberta de promover oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) dirigida aos acionistas minoritários, assegurando-lhes o direito de venderem as ações de sua propriedade em conjunto com o antigo controlador, foi prevista originalmente no artigo 254 e neste artigo<sup>8</sup>. Enquanto o artigo 254 tratava das companhias abertas em geral, este artigo disciplinava especificamente aquelas dependentes de autorização governamental para funcionar.

Para garantir a efetividade de tal direito, o artigo 254 e este artigo prescreviam tratamento igualitário aos acionistas minoritários, impondo ao adquirente do controle acionário a obrigação de estender-lhes a oportunidade de venderem suas ações pelo mesmo preço que havia sido pago ao alienante que detinha o poder de controle.

O tratamento igualitário aos acionistas minoritários visou a corrigir situações de manifesta iniquidade em transferências de controle de bancos ocorridas a partir de 1967, nas quais o acionista

8 A propósito, ver os comentários ao art. 254-A da Lei das S.A.

controlador apoderava-se de todo o sobrepreço da operação de venda de controle<sup>9</sup>.

Com efeito, a política adotada pelo Governo Federal de, a partir de 1950, recusar novas licenças para abertura de agências bancárias – admitindo, porém, a sucessão das licenças que já existiam – conduziu à proliferação de operações de aquisição de controle de bancos seguidas de sua incorporação pelo adquirente do controle, nas quais comprador e vendedor incluíam no preço do negócio o valor das cartas patentes das agências. As cartas patentes constituíam intangíveis pertencentes às sociedades bastante valorizados à época, mas de cujo valor o acionista controlador apropriava-se inteiramente com a alienação de controle da companhia, sem compartilhá-lo com os minoritários<sup>10</sup>.

Assim, a inserção da norma deste artigo e seus §§ 1º e 2º, em sua redação original, foi fundamentada na intenção do legislador de impedir a apropriação do valor das cartas patentes pelos controladores, em detrimento dos acionistas minoritários, nas operações de alienação de controle de bancos<sup>11-12</sup>.

9 NELSON EIZIRIK. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*. 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 88.

10 Sobre os fundamentos da inserção do art. 255, conforme originalmente previsto na Lei das S.A., ver JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Alienação de Controle e Incorporação de Instituição Financeira”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 724 e seguintes.

11 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. II, 4ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 238-240, entende que: “O fundamento da oferta pública ou rateio no caso dos parágrafos do art. 255 era, com efeito, o privilégio da carta patente, e, portanto, a sua escassez, que dava ao título de autorização um valor próprio, intangível, não devendo por isso ser apropriado pelos acionistas controladores no momento da venda de seu bloco de ações”.

12 Consta da Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976, que: “os exemplos das vendas de controle de instituições financeiras, que apresentam circunstâncias peculiares, não devem servir de justificativa para normas gerais que pretendam negar o valor de mercado do controle; no entanto, é inegável que o critério – muitas vezes adotado entre nós – de considerar o valor dos intangíveis das instituições financeiras como pertencente ao acionista controlador, e não a todos os seus acionistas, na proporção da participação no capital social, conflita com os fundamentos do direito societário”.



A Lei nº 9.457/1997, contudo, revogou expressamente os §§ 1º e 2º deste artigo, bem como o artigo 254. Eliminou-se, dessa forma, de nosso sistema jurídico, a oferta pública obrigatória de aquisição de ações dos minoritários decorrente da alienação do controle acionário.

Conforme a justificação do Projeto de Lei nº 1.564, de 28.02.1996, que resultou na Lei nº 9.457/1997, a eliminação do tratamento igualitário para os acionistas minoritários baseou-se na necessidade de reduzir, para o adquirente do controle acionário, os custos da operação; extinguindo-se a oferta pública, os recursos que nela seriam despendidos passariam a ficar disponíveis para a capitalização da companhia. No entanto, a motivação principal da supressão da obrigatoriedade da realização da OPA por alienação de controle foi facilitar a privatização das companhias submetidas ao controle estatal, permitindo que o Governo Federal se apropriasse de todo o sobrepreço que seria pago na venda de tais companhias a investidores privados<sup>13</sup>.

Posteriormente, a Lei nº 10.303/2001 restaurou, sob novas condições, o princípio estabelecido no antigo artigo 254, com a obrigatoriedade de realização de oferta pública em virtude da alienação de controle de companhia aberta, sem, entretanto, reintroduzir os §§ 1º e 2º que constavam da redação original deste artigo.

Assim, desde a Lei nº 9.457/1997, o que restou deste artigo foi simplesmente a previsão de que a alienação do controle de companhia aberta que dependa de autorização do Governo para funcionar está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto. Trata-se, na verdade, de matéria própria do Direito Administrativo, a qual, inclusive, está prevista nas leis específicas de regulação de tais companhias.

<sup>13</sup> Especificamente com relação às companhias dependentes de autorização, a justificativa da supressão do direito conferido pelos §§ 1º e 2º do art. 255, embora não prevista de forma expressa, também foi motivada pelo fato de terem sido abolidas as cartas patentes para o funcionamento de sociedades sujeitas à autorização governamental. No sistema financeiro nacional, a abolição foi objeto da Circular nº 2.115, do Banco Central, de 1992, *ex vi* do Decreto nº 99.179/1990.

#### APROVAÇÃO PELA ASSEMBLEIA GERAL DA COMPRADORA

**“Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembleia geral da compradora, especialmente convocada para conhecer a operação, sempre que:**

**I - o preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou**

**II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:**

**a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os 90 (noventa) dias anteriores à data da contratação; (Redação dada pela Lei nº 9.457/1997)**

**b) valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);**

**c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187, nº VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.**

**§ 1º A proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no artigo 8º, §§ 1º e 6º, será submetido à prévia autorização da assembleia geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação. (Redação dada pela Lei nº 9.457/1997)**

**§ 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do *caput*, o acionista dissidente da deliberação da assembleia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do artigo 137, observado o disposto em seu inciso II. (Redação dada pela Lei nº 9.457/1997)”**



## 1. OBJETIVOS E ALCANCE DA NORMA

Tendo em vista o princípio geral de que compete aos órgãos de administração representar a companhia perante terceiros e praticar os atos necessários ao seu funcionamento regular, a deliberação a respeito da compra do controle de outra sociedade cabe, de acordo com o que dispuser o estatuto social, ao conselho de administração ou à diretoria. Com efeito, é atribuição dos órgãos de administração praticar todos os atos necessários à gestão da companhia, neles incluindo-se os de alienação e aquisição de ativos, entre os quais as ações que constituem o bloco de controle de outra sociedade.

Em muitas companhias, os estatutos preveem limites de alçada para a aquisição ou a alienação de bens; assim, por exemplo, atribui-se aos diretores competência para aprovar tais operações até um valor determinado, acima do qual devem ser submetidas ao conselho de administração.

Em regra, não compete à assembleia geral deliberar sobre a aquisição de bens em geral, e de ações que compõem o bloco de controle de outra sociedade, em particular; tais atos inserem-se na gestão ordinária da companhia, sendo, portanto, de competência de seus órgãos de administração. Exigir-se a aprovação dos acionistas para toda e qualquer compra de bens “engessaria” indevidamente a gestão dos negócios sociais, em prejuízo dos próprios acionistas.

O presente artigo contém uma norma de exceção, atribuindo à assembleia geral da companhia aberta competência para deliberar sobre a aquisição do bloco de controle de outra sociedade empresária em apenas 2 (duas) hipóteses: (i) se a operação implicar investimento relevante para a companhia compradora; ou (ii) se o preço médio da participação acionária adquirida ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) parâmetros indicados no inciso II, referentes ao valor das ações ou quotas adquiridas.

O objetivo da norma é impedir a realização de operações em que possa haver conluio entre os administradores ou controladores da empresa adquirente e os da empresa cujas ações são adquiridas, mediante acertos paralelos que promovam a super avaliação das referidas ações. Antes da entrada em vigor da Lei nº 6.404/1976 ocorriam situações em que a aquisição do controle de determinada sociedade servia como instrumento de distribuição disfarçada de lucros em proveito do acionista controlador, pessoas a ele ligadas e administradores<sup>1</sup>.

Há um evidente propósito moralizador da norma, ao submeter à deliberação da assembleia geral, em caráter excepcional, operações de aquisição que não se caracterizam como ordinárias, seja porque os valores envolvidos são relevantes, seja porque os preços praticados estão fora dos padrões do mercado<sup>2-3</sup>. Ao submeter-se a operação à assembleia geral, assegura-se a transparência de todas as informações relevantes aos acionistas, os quais poderão avaliar o seu impacto e eventualmente retirar-se da companhia, exercendo o direito de recesso, se não estiverem de acordo<sup>4</sup>.

A regra dirige-se apenas às hipóteses de aquisição de ações ou quotas de sociedade empresária por parte de companhia aberta, não se aplicando, assim, às aquisições realizadas por companhias fechadas. A omissão legislativa é inexplicável, uma vez que nas

1 ALFREDO LAMY FILHO, “Remessa para o Exterior de Dividendos de Ações Preferenciais”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. v. II, 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 109.

2 PAULO CEZAR ARAGÃO e DENISE C. LEÃO DE SALLES, “Uma Leitura Sistemática do Artigo 256 da Lei das S.A.”. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (Coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 227-230.

3 Sobre esse assunto, ver o Parecer CVM/SJU nº 110/1979.

4 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Compra por Companhia Aberta do Controle de Sociedade Empresária”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2.027.



companhias fechadas os abusos do acionista controlador podem ser mais facilmente perpetrados, dada a falta de transparência em seus negócios e a impossibilidade de fiscalização por parte da Comissão de Valores Mobiliários<sup>5</sup>. Porém, nos termos da Lei das S.A., a companhia fechada não necessita realizar assembleia geral e conceder o direito de recesso aos acionistas dissidentes.

O comando legal pode ser utilizado para eventual responsabilização do acionista controlador por abuso de poder e dos administradores por infração ao dever de lealdade, caso o preço pago ultrapasse os parâmetros legais, uma vez comprovada a atuação culposa.

A norma aplica-se por ocasião da aquisição do controle não apenas de companhias (abertas ou fechadas), mas, também, das demais sociedades empresariais, como as sociedades limitadas e as em nome coletivo.

Deve ficar demonstrada a aquisição do controle para que incida a norma. Não basta que o preço esteja em condições acima do mercado e o investimento caracterize-se como relevante; é também indispensável que, da operação, resulte a compra do controle da sociedade<sup>6</sup>. O dispositivo, nesse particular, também é criticável; sendo o preço acima dos padrões de mercado e importando investimento relevante para a compradora, ainda que não ocorra aquisição de controle, deveria ser obrigatória a assembleia geral.

A expressão alienação de controle tem, em nosso direito societário, uma acepção ampla, uma vez que ela pode ocorrer mediante a transferência direta ou indireta de: ações integrantes do bloco de controle; ações vinculadas a acordos de acionistas; valores mobiliários conversíveis em ações com direito de voto; direitos de subscrição

de ações ou outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações (artigo 254-A).

Usualmente, a alienação do controle ocorre mediante a transferência do bloco de controle, que consiste no conjunto de ações de emissão da companhia, de propriedade de um único acionista ou de um grupo de acionistas vinculados por acordo de votos ou sob controle comum, que assegura ao seu titular o exercício do poder de controle da companhia.

O bloco de controle constitui uma universalidade de fato, com existência autônoma em relação às ações que o compõem, individualmente consideradas, que somente se configura enquanto as ações que o integram são de propriedade da mesma pessoa ou do mesmo grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum<sup>7</sup>. Para que o conjunto de ações de propriedade de determinado acionista ou grupo possa ser identificado como bloco de controle é necessário que ele assegure aos seus detentores o exercício do poder de controle independentemente de qualquer outra circunstância, como, por exemplo, a participação dos demais acionistas nas assembleias gerais<sup>8</sup>.

A compra do controle de que trata a norma verifica-se quando o bloco de controle adquirido é composto por ações representativas de mais da metade do capital votante da companhia, de forma a assegurar, ao seu titular, em qualquer circunstância, o exercício do poder de controle. O mesmo ocorre caso o comprador já seja acionista minoritário e adquira bloco que venha a lhe assegurar o controle majoritário. Operações de transferência de controlador direto para indireto não caracterizam compra de controle, não sendo alcançadas pela norma, ainda que os valores sejam relevantes.

5 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. II, 4ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 241.

6 A propósito, ver o voto proferido nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM/RJ nº 2002/7888, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco, j. em 22.07.2003.

7 JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, "Alienação de Controle e Incorporação das Instituições Financeiras". In: José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*..., v. II, p. 652.

8 Ver os comentários ao art. 116 da Lei das S.A.



Em companhias sujeitas ao controle minoritário (exercido com menos da metade do capital votante) não existe um bloco de controle, mas apenas um conjunto de ações que ocasionalmente permite ao seu titular exercer as prerrogativas do poder de controle. Assim, somente incide a norma quando houver a aquisição de mais da metade das ações com direito de voto, ou seja, quando dela decorrer a compra do controle majoritário.

A norma aplica-se na hipótese de compra originária do controle<sup>9</sup>, caracterizada quando a companhia o adquire no mercado mediante oferta pública de aquisição de controle<sup>10</sup>, dada a inexistência de bloco de controle, bem como na aquisição derivada, em que a compra é feita do acionista até então controlador<sup>11</sup>. Como a Lei das S.A. não distingue, mencionando genericamente “a compra do controle” não cabe ao intérprete fazê-lo; assim, presentes os requisitos previstos nos incisos I e II também é aplicável a norma quando a aquisição do controle realiza-se mediante oferta pública, hipótese ainda de rara ocorrência em nosso mercado<sup>12</sup>.

## 2. CASOS EM QUE DEVE HAVER APROVAÇÃO DA ASSEMBLEIA GERAL

A primeira hipótese em que se impõe a aprovação da assembleia geral é quando há para a compradora investimento relevante. O investimento é considerado relevante, nos termos do parágrafo único do artigo 247: (a) em cada sociedade coligada ou controlada se o valor contábil é igual ou superior a 10% (dez por cento) do

9 Ver os comentários ao art. 254-A da Lei das S.A.

10 Ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A.

11 Em sentido contrário, PAULO CEZAR ARAGÃO e DENISE C. LEÃO DE SALLES, “Uma Leitura Sistemática do Artigo 256 da Lei das S.A.”. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (Coord.). *Direito Societário - Desafios Atuais...*, p. 237-238; JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Compra por Companhia Aberta do Controle de Sociedade Empresária”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias...*, v. II, p. 2.028.

12 Ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A.

valor do patrimônio líquido da companhia; e (b) no conjunto das sociedades coligadas ou controladas, se o valor contábil é igual ou superior a 15% (quinze por cento) do valor do patrimônio líquido da companhia.

Para os fins previstos neste artigo, apenas a letra “a” acima é aplicável: a “relevância” do investimento somente deve ser considerada com relação aquele feito em uma determinada sociedade, não em relação ao conjunto delas. Com efeito, não faria qualquer sentido submeter à assembleia geral uma compra de valor ínfimo pelo fato dela, somada ao conjunto de todas as outras aquisições efetuadas pela companhia, vir a caracterizar investimento relevante.

Assim, deve ser dispensada de aprovação por parte da assembleia geral a compra do controle cujo preço for inferior a 10% (dez por cento) do valor do patrimônio líquido da compradora, uma vez que a norma desse artigo é excepcional. A aplicação da letra “b” importaria em submeter à assembleia qualquer compra de controle, no caso de companhia que já detém outras participações societárias, em valor igual ou superior a 15% (quinze por cento) do patrimônio líquido, o que poderia transformar, em muitos casos, a exceção em regra<sup>13</sup>.

O conceito de investimento relevante no conjunto das participações visa a obrigar a adoção do método da equivalência patrimonial em todas as sociedades envolvidas. Tal, evidentemente, não implica em retirar dos órgãos de administração a competência para gerir os negócios sociais, tomando decisões empresariais de aquisição de blocos de controle de outras companhias que, in-

13 ALFREDO LAMY FILHO e JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Abuso do Poder de Controle em Aumento do Capital Social de Banco Comercial”, In: José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)...*, v. II, p. 231; JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Compra por Companhia Aberta do Controle de Sociedade Empresária”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias...*, v. II, p. 2.030.



dividualmente considerados, não apresentam maior significado. Assim, não se aplica a letra “b” acima referida para se considerar determinada compra de controle de sociedade como investimento relevante para os efeitos desse artigo.

O outro parâmetro para aplicação da norma é constituído pelo preço pago pela compra do bloco de controle. Mesmo que o investimento não seja relevante, se o preço pago for tido como excessivo, ocorre a incidência da norma. A Lei das S.A. presume ser excessivo o preço que ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores: (i) cotação média das ações em Bolsa ou no mercado de balcão organizado nos 90 (noventa) dias anteriores à data da contratação; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação ou quota, avaliado a preço de mercado<sup>14</sup>; e (iii) o valor do lucro líquido da ação ou quota, desde que não superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação nos dois últimos exercícios sociais, devidamente atualizado.

A norma utiliza critérios semelhantes aos adotados na Lei das S.A. para a apuração do valor real da ação por ocasião da fixação do preço de emissão de ações em aumento de capital (artigo 170, § 1º).

A cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão aplica-se unicamente no caso de aquisição de bloco de controle de companhia aberta cujas ações sejam dotadas de razoável liquidez. Presume-se a liquidez das ações integrantes do índice oficial de negociações da BM&FBovespa. Com relação às demais, é recomendável que o laudo de avaliação mencionado no § 1º justifique a adoção do critério, demonstrando que as ações, embora não integrem o índice, apresentam volume de negociações razoável e processo de formação de preços contínuo.

O segundo critério é constituído pelo valor de patrimônio líquido a preços de mercado, conhecido, na prática dos negócios, como “balanço de liquidação”. Tal valor em regra é apurado mediante a avaliação de cada ativo e passivo, isoladamente, tendo em vista

14 Ver os comentários ao § 1º do art. 183 da Lei das S.A.

seu possível valor de venda ou de reposição<sup>15</sup>. Trata-se de critério frágil, que dificilmente é capaz de oferecer uma avaliação real, por não levar em conta o aspecto dinâmico da atividade empresarial, em que a subordinação de todos os ativos a um fim econômico comum faz com que o conjunto seja mais valioso do que a soma dos valores individuais<sup>16</sup>.

O terceiro critério é o valor do lucro líquido da ação ou quota da sociedade adquirida, o qual não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação, devidamente atualizado. Deve-se apurar a rentabilidade da ação ou quota, mediante o cálculo de seu valor presente descontado do fluxo futuro de caixa; trata-se do valor econômico, a ser verificado mediante projeção de resultados.

Caso o valor do lucro líquido anual por ação ou quota (valor médio dos 2 (dois) últimos exercícios) multiplicado por 15 (quinze) e o resultado obtido multiplicado por 1,5, corrigido monetariamente, for superior ao preço de aquisição, ele é considerado excessivo, sendo necessária a aprovação da assembleia geral<sup>17-18</sup>.

15 O Anexo III da Instrução CVM nº 361/2002, com a redação que lhe foi dada pela Instrução CVM nº 436/2006, no inciso XV, define que: “O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base a venda ou a liquidação dos ativos e exigíveis separadamente nas seguintes condições: a) o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos; e b) o valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada, ou de ‘equivalentes correntes de caixa’, ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo”.

16 PAULO CEZAR ARAGÃO e DENISE C. LEÃO DE SALLES, “Uma Leitura Sistemática do Artigo 256 da Lei das S.A.”. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (Coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais...*, p. 234-235.

17 PAULO CEZAR ARAGÃO e DENISE C. LEÃO DE SALLES, “Uma Leitura Sistemática do Artigo 256 da Lei das S.A.”. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (Coord.). *Direito Societário – Desafios Atuais...*, p. 235.

18 Sobre esse assunto, JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA, “Aquisição de Controle de Sociedade Mercantil”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)...*, v. II, p. 691,



O preço pago não inclui o patrimônio líquido negativo ou as obrigações da sociedade adquirida. Tendo em vista a autonomia patrimonial das pessoas jurídicas e a limitação da responsabilidade dos acionistas (artigo 1º), o fato de uma companhia adquirir o controle de uma sociedade com patrimônio líquido negativo não enseja a responsabilidade do adquirente pelos débitos da sociedade adquirida; assim, o valor de tais débitos não deve ser considerado como integrante do preço de compra<sup>19</sup>.

Caso o preço de aquisição ultrapasse uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores mencionados no inciso II do *caput*, deve ser realizada assembleia geral para a prévia aprovação da operação ou para a sua ratificação. Não se prevê *quorum* qualificado nem para a instalação da assembleia, nem para a deliberação, que será adotada por maioria absoluta de votos. A deliberação assemblear deve limitar-se a aprovar ou rejeitar a operação, não podendo alterar os seus termos, uma vez que a assembleia não desempenha funções negociais, privativas dos órgãos de administração.

Não é necessário que a operação seja submetida à apreciação do conselho fiscal, uma vez que a matéria não se inclui no âmbito de

---

observa que: "Valor de patrimônio líquido da ação ou quota, a que se refere a alínea c do item II do artigo 256, é o valor da ação determinado com base na previsão do lucro líquido que a sociedade deverá auferir no futuro. A projeção desse lucro líquido, descontada para o momento da avaliação, indica o valor de rentabilidade de todas as ações ou quotas do capital social, e o quociente da divisão desse valor pelo número de ações ou quotas em que se divide o capital social ao valor de rentabilidade, ou de lucro líquido, de cada ação ou quota. Para efeito de aplicação do artigo 256, o valor do lucro líquido da ação ou quota, assim determinado, não poderá exceder no valor da ação ou quota calculado com base no lucro líquido anual efetivamente apurado pela companhia nos dois últimos exercícios, atualizado monetariamente. Por conseguinte, o valor de rentabilidade é calculado com base na previsão do lucro líquido futuro que somente será admitido, na aplicação da letra c do item II do artigo 256, enquanto inferior ao limite de 15 vezes o lucro anual dos dois últimos exercícios; se superior, considerar-se-á como valor de rentabilidade o determinado com base no lucro líquido anual dos dois últimos exercícios".

19 Ver, a propósito, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 25/03, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 25.03.2008.

sua competência, restrita às hipóteses expressamente previstas na Lei das S.A (artigo 163).

A norma é omissa com relação ao prazo de convocação da assembleia quando a aquisição é submetida à sua ratificação. É de toda prudência que ela seja convocada imediatamente, inexistindo qualquer razão para eventuais postergações. Sempre que os administradores retardarem por mais de 60 (sessenta) dias a sua convocação, qualquer acionista poderá fazê-lo. Ademais, acionistas representando pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social também podem convocar a assembleia geral quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, o pedido de convocação devidamente fundamentado. O fundamento, no caso, é a mera necessidade de aprovação da operação.

Caso os administradores não convoquem a assembleia, poderão ser responsabilizados; presume-se, no caso, que eles não estão exercendo as suas atribuições no interesse da companhia.

Para que os acionistas possam deliberar com pleno conhecimento da operação deve ser apresentado um laudo de avaliação elaborado por peritos ou por empresa especializada (artigo 8º). O laudo deverá conter análise dos seguintes tópicos: relevância do investimento; adequação do preço pago, tendo em vista: cotação média das ações, se negociadas em bolsa ou no mercado de balcão; valor de patrimônio líquido da ação ou quota; valor de rentabilidade da ação ou quota. É recomendável que o laudo seja conclusivo quanto à conveniência do preço pago pela aquisição, consistindo, assim, em peça não meramente descritiva, mas também opinativa.

Note-se que a Lei nº 11.941/2009 acrescentou à Lei das S.A. novas regras sobre os critérios de avaliação em operações societárias, estabelecendo que a Comissão de Valores Mobiliários fixará, com base na competência conferida pelo § 3º do artigo 177, normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis à aquisição de controle, participações societárias ou negócios<sup>20</sup> (p. 356).



Na hipótese de o preço de aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores referidos no inciso II do *caput*, o acionista dissidente poderá exercer o direito de retirada da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações<sup>21</sup>. Em tal hipótese presume-se que o preço pago é excessivo, não sendo necessário que o acionista dissidente demonstre que a operação é danosa. Por outro lado, não caberá o direito de retirada se as ações do acionista dissidente forem, nos termos da Lei das S.A. (artigo 137, inciso II) de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado.

## SEÇÃO VII

### AQUISIÇÃO DE CONTROLE MEDIANTE OFERTA PÚBLICA

#### REQUISITOS

**“Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.**

**§ 1º Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.**

**§ 2º A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável.**

**§ 3º Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.**

**§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle.”**

### 1. NOÇÕES GERAIS E MODELOS REGULATÓRIOS

A oferta pública de aquisição de ações, conhecida no mercado pela sigla “OPA”, constitui uma declaração unilateral de vontade por meio da qual o proponente manifesta, por determinado prazo, seu compromisso de adquirir um bloco de ações a certo preço e segundo cláusulas e condições previamente estabelecidas<sup>1</sup>.

Tal procedimento destina-se a conferir a todos os acionistas de determinada companhia aberta a possibilidade de alienar as ações de sua propriedade em igualdade de condições, em situações que envolvam alterações significativas na composição acionária da companhia.

O procedimento da OPA visa a assegurar que qualquer pessoa que pretenda, ou esteja obrigada, a adquirir quantidade substancial de ações emitidas por uma companhia aberta somente possa fazê-lo caso ofereça a todos os acionistas titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA a oportunidade de venderem as suas ações, simultaneamente e ao mesmo preço<sup>2</sup>.

A Lei das S.A. estabelece 3 (três) situações que obrigam a realização da OPA, quais sejam: (i) o cancelamento de registro de companhia aberta (artigo 4º, § 4º); (ii) o aumento da participação do

1 MODESTO CARVALHOSA. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 24.

2 Nesse sentido, a Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009, 487/2010 e 492/2011, em seu art. 4º, incisos I e II, expressamente estabelece que a OPA deve ser “sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA, assegurado o rateio entre os aceitantes de OPA parcial”, bem como “realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”.

20 Ver os comentários aos artigos 184-A, 299-A e 299-B que foram acrescentados à Lei das S.A pela Lei nº 11.941/2009.

21 Ver os comentários ao art. 137 da Lei das S.A.



acionista controlador de companhia aberta por meio de aquisições que impeçam a liquidez das ações remanescentes (artigo 4º, § 6º); e (iii) a aquisição do controle de companhia aberta (artigo 254-A).

São OPAs voluntárias, por outro lado, aquelas realizadas não em cumprimento de uma norma, mas decorrentes da intenção do ofertante de adquirir ações mediante apelo público aos vendedores<sup>3</sup>.

Uma espécie de OPA voluntária contemplada pela Lei das S.A. neste artigo e nos artigos 258 a 263 é a oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta, isto é, aquela mediante a qual o ofertante pretende, por meio da aquisição das ações pertencentes a diversos acionistas, assumir o controle de determinada companhia que não tenha um acionista ou grupo controlador definido.

Podemos identificar, em nossa prática societária, o controle acionário majoritário (quando um acionista detém a maioria das ações com direito de voto), o controle compartilhado (exercido por várias pessoas em conjunto, usualmente como signatários de acordo de acionistas, que se obrigam a votar em bloco nas matérias atinentes ao exercício do poder de controle) e o controle minoritário (quando, dada a dispersão das ações da companhia no mercado, um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante). A partir de 2006, verificou-se a adoção, por algumas companhias abertas brasileiras, do modelo denominado controle “pulverizado” ou “gerencial”, no qual não se identifica a figura do acionista controlador, ficando a direção efetiva

3 Todas as modalidades de OPA, sejam elas obrigatórias ou voluntárias, estejam ou não sujeitas a prévio registro na CVM, devem observar, naquilo que lhes for aplicável, o procedimento geral estabelecido na Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009, 487/2010 e 492/2011, além de se submeterem a requisitos e procedimentos adicionais, previstos na Lei das S.A. e na regulamentação administrativa editada pela CVM, atinentes à respectiva modalidade de OPA. Sobre o procedimento geral aplicável às OPAs, ver NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 570 e seguintes.

dos negócios sociais por conta de administradores profissionais, membros do conselho de administração e da diretoria<sup>4</sup>.

Quando há controle majoritário ou compartilhado, a sua alienação ocorre mediante negociação entre o acionista controlador alienante e o adquirente, na qual, entre outras condições, são estabelecidos contratualmente a quantidade de ações objeto de alienação e o preço que deverá ser pago por esse bloco de ações<sup>5</sup>. Ou seja, nesse caso, a transferência do controle depende, necessariamente, da vontade do acionista controlador.

Por outro lado, nos outros 2 (dois) cenários, em que o capital da companhia objeto encontra-se de tal maneira disperso que o controle é exercido por acionistas minoritários ou mesmo pela própria administração, é mais conveniente para os interessados em adquiri-lo, ao invés de negociarem diretamente com diferentes acionistas, promoverem uma oferta pública dirigida a todos os acionistas da companhia (denominadas entre americanos e ingleses de *takeover bid* ou *tender offer*), convidando-os a venderem suas ações a um determinado preço<sup>6</sup>. Muitas dessas ofertas são caracterizadas como “hostis” (*hostile takeovers*), por serem realizadas contra a vontade dos administradores da companhia objeto.

O objetivo dessa modalidade de OPA é proporcionar aos interessados em adquirir o controle de companhia que esteja

4 Para análise da caracterização do controle acionário, ver os comentários ao art. 116 da Lei das S.A.

5 ROBERTA NIOAC PRADO. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. - Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 119 e seguintes.

6 As tomadas de controle de companhias abertas normalmente requerem o dispêndio de montantes elevados pelo adquirente. Não raro, são adotados esquemas de financiamento para que o ofertante realize a tomada de controle, mediante a utilização de recursos próprios ou de terceiros. Nas denominadas *leveraged buyouts*, os montantes necessários para a operação de aquisição de controle são obtidos pelo ofertante por meio de financiamento de terceiros, usualmente instituições financeiras que emprestam recursos ao ofertante com a perspectiva de participarem de eventuais ganhos, em caso de êxito da oferta. A propósito, ver JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 100-106.



pulverizado no mercado uma opção distinta da contratação direta com os controladores de fato e, ainda, simultaneamente, proteger os investidores contra ofertas inidôneas, permitindo-lhes amplo acesso às informações referentes à transação.

A realização de tal modalidade de OPA dá ensejo a uma aquisição originária do controle, isto é, aquela que resulta da formação, no patrimônio do novo controlador, de um bloco de controle que não existia no patrimônio de outra pessoa ou grupo. Não há, no caso, alienação de controle acionário, eis que ninguém o detinha, mas a aquisição originária por parte do novo controlador.

A aquisição de controle de companhias com o capital disperso também pode ser conduzida por meio de uma série de ofertas privadas de compra no mercado, dirigidas a diferentes acionistas. Trata-se da tomada de controle mediante “escalada” na Bolsa de Valores, a qual permite que o interessado adquira as ações de que necessita pelo valor de sua cotação no mercado<sup>7-8</sup>.

7 LUIS ANDRÉ NEGRELLI DE MOURA AZEDO, “A Oferta Pública para Aquisição de Controle sob a Perspectiva da Companhia Aberta Ofertante”. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 83, observa que: “Apesar de aparentemente vantajosa, tal modalidade de compra do controle pode se mostrar significativamente custosa e arriscada para o ofertante, em razão da impossibilidade de fixar, de antemão, o preço que se dispõe a pagar para adquirir as ações, sujeitando-se às oscilações típicas do mercado acionário, oscilações essas que tendem a ser ainda mais acentuadas se considerado o tempo necessário à concretização de todas as transações necessárias à compra da maioria das ações votantes. Lembre-se de que a apresentação de seguidas ordens de compra de ações tende a provocar o aumento do valor de sua cotação no mercado, elevando os custos da operação”.

8 A Instrução CVM nº 358/2002, no art. 12, *caput* e §1º, determina que qualquer pessoa ou grupo de pessoas que atingir participação, direta ou indireta, correspondente a 5% (cinco por cento) ou mais de espécie ou classe de ações representativa do capital da companhia (ou elevar sua participação em 5%) deve comunicar à companhia, e esta à CVM, uma série de informações, inclusive o objetivo da aquisição da participação e, se for o caso, a ausência de finalidade de alteração da composição do controle. Segundo EDUARDO SECCHI MUNHOZ. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 319, “este princípio visa a impedir a adoção da estratégia de aquisição de controle pelo método da escalada, ou ao menos impedir que isso ocorra sem o prévio conhecimento do mercado”.

As aquisições realizadas privadamente ou em Bolsa de Valores não conferem tratamento igualitário a todos os acionistas vendedores, seja por conta da liberdade que o adquirente, a cada negociação, tem para oferecer preços ou condições de pagamento diferenciados, seja em virtude das oscilações típicas do mercado acionário, que tendem a ser ainda mais acentuadas quando há a apresentação de seguidas ordens de compra de ações.

Este caráter não equitativo deixa de existir na hipótese de a aquisição de controle ser efetuada por meio de OPA. Isso porque o procedimento de oferta pública assegura aos acionistas tratamento igualitário, visto que todos têm a oportunidade de vender suas ações simultaneamente, ao mesmo preço e nas mesmas condições<sup>9</sup>.

O ponto mais controvertido da regulação das OPAs para aquisição de controle refere-se ao poder dos administradores da companhia objeto de utilizarem mecanismos de defesa com o objetivo de frustrar tais ofertas. Em outras palavras, a discussão centra-se na alocação do poder de decisão acerca da oferta entre a administração e os acionistas destinatários<sup>10</sup>.

No sistema pulverizado o controle da sociedade é exercido pela administração. Assim, embora a transferência da titularidade das ações em oferta pública decorra de um negócio jurídico realizado entre acionistas e adquirente, o controle transfere-se, na verdade, dos administradores para o adquirente. Essa dissociação entre as partes do negócio de alienação de ações e as partes envolvidas na transferência do controle enseja conflitos entre os acionistas e a administração<sup>11</sup>.

9 Sobre o tratamento igualitário no âmbito da OPA para aquisição de controle, ver EDUARDO SECCHI MUNHOZ. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima...**, p. 320-322.

10 LUCA ENRIQUES, GERARD HERTING and HIDEKI KANDA, “Related-Party Transactions”. In: **The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> Edition, New York: Oxford University Press, 2009, p. 163.

11 EDUARDO SECCHI MUNHOZ, “Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário”. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luiz André N. de Moura Azevedo (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 298.



As ofertas hostis são comuns quando as ações de emissão da companhia objeto estão subavaliadas e não atingem seu potencial de cotação devido à administração ineficiente. Em uma oferta hostil bem sucedida, os administradores da companhia cujo controle foi adquirido são, em geral, demitidos ou alocados em posições hierarquicamente inferiores. Tais ofertas são normalmente fonte de conflito de interesses entre os administradores e os acionistas destinatários. Assim, a administração pode tomar medidas para frustrar a oferta, mesmo quando seja interessante para a companhia objeto e seus acionistas<sup>12</sup>.

Justamente por constituírem uma ameaça a gestores ineficientes, as ofertas para aquisição de controle conferem aos acionistas minoritários das companhias com capital pulverizado oportunidade única de se pronunciarem a respeito da administração da sociedade e, reflexamente, apresentam um incentivo para que a administração da companhia aperfeiçoe a gestão no interesse da sociedade e dos acionistas<sup>13</sup>.

Os mercados mais ativos de ofertas hostis estão concentrados nos Estados Unidos e no Reino Unido, pois nesses países as companhias apresentam alto grau de dispersão acionária<sup>14</sup>.

12 ROBERT C. CLARK. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 588, observa que: "Directors and officers of a corporation whose shares are subject to a hostile takeover bid face a serious conflict of interest. Indeed, we could well conclude that in no other context is the conflict of interest as serious as in the takeover situation. Often the managers' jobs are at stake. The temptation to find what is best for oneself is also best for the corporation and shareholders (...), the temptation to spend corporate resources extravagantly in the attempt to fend off the raider (...), and the temptation to fend off shareholders' interests (...) must be overwhelming. (...) For several reasons, the adoption of takeover defensive tactics usually involves extremely severe self-dealing. The managers' temptation to act out of self-interest and to ignore shareholder welfare is extraordinarily strong".

13 ROBERTO AMÉRICO BIANCHI. *Regimen de la Transparencia en la Oferta Publica*. Buenos Aires: Zavalia, 1993, p. 243; JOHN ARMOUR and DAVID A. SKEEL JR., "Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation", *Law Working Paper*. Cambridge: Centre for Business Research, n° 73, 2006, p. 16, disponível em: <ssrn.com/abstract=928928>.

14 LA PORTA, R. F. LÓPEZ-DE-SILANES and A. SHLEIFER, "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*. v. 54, n° 2, Boston: Blackwell Publishing, abril, 1999, p. 471-497.

Apesar das características comuns das companhias do sistema anglo-saxão, a regulação das ofertas públicas de aquisições nesses países desenvolveu-se em caminhos diversos.

Nos Estados Unidos, não existe um conjunto detalhado e específico de normas regulando as ofertas públicas para aquisição de controle, de modo que essas operações são basicamente disciplinadas por institutos do direito societário, notadamente os deveres fiduciários dos administradores<sup>15</sup>. Apesar de o *Williams Act* estabelecer algumas normas em âmbito federal, impondo restrições e obrigações de divulgação de informações ao ofertante e à companhia objeto<sup>16</sup>, a regulação dessas ofertas no país provém da legislação societária dos Estados e da jurisprudência, principalmente a das cortes de *Delaware*<sup>17</sup>.

## 2. TÁTICAS PARA FRUSTRAR A OFERTA

O conselho de administração (*board of directors*) nos Estados Unidos pode implementar diferentes táticas defensivas com a finalidade de frustrar a oferta. Entretanto, na hipótese de os administra-

15 PAUL DAVIES and KLAUS HOPT, "Control Transactions". In: *The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach*. 2<sup>nd</sup> Edition, New York: Oxford University Press, 2009, p. 231.

16 O *Williams Act* adicionou as seções 13 (d) e (e) e 14 (d), (e), e (f) ao *Securities and Exchange Act* de 1934. Sobre o *Williams Act*, conferir JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias...*, p. 83-85.

17 JOHN ARMOUR and DAVID A. SKEEL JR., "Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation", *Law Working Paper...*, p. 16, disponível em: <ssrn.com/abstract=928928>, observam que: "US takeover regulation is the domain of courts and regulators. The tender offer itself is regulated principally by the Securities and Exchange Commission, which assesses compliance with the disclosure and process rules. Managers' response to a takeover bid, by contrast, is regulated primarily by state courts - which usually means Delaware's Chancery judges and Supreme Court. When a takeover bidder believes that the target's managers are improperly stymieing its bid, the bidder generally files suit in the Delaware Chancery Court. The suit argues that the target managers have breached their fiduciary duties (...) and that managers should be forced to remove their defenses so that the takeover can be considered by the target's shareholders".



dores decidirem concordar com ela e não impor medidas de defesa, a decisão de aceitar ou recusar a oferta é dos acionistas destinatários. Ou seja, os acionistas apenas têm a chance de se manifestar sobre o mérito da proposta, caso o conselho de administração com ela concorde em uma primeira instância. Por outro lado, se o conselho for contrário à oferta, será livre para combatê-la e os acionistas não terão qualquer direito de emitir suas opiniões.

Existe uma enorme gama de possíveis táticas de defesa que os administradores podem utilizar contra uma oferta hostil nos Estados Unidos. Apesar de, em princípio, eles serem livres para adotá-las, os administradores continuam vinculados aos seus deveres fiduciários e, portanto, à obrigação geral de atuação no melhor interesse da companhia. Ademais, se a companhia tiver sido constituída no Estado de *Delaware*, ela estará sujeita a alguns princípios estabelecidos pelas cortes desse Estado, que limitam o poder discricionário do conselho de administração de utilizar táticas de defesa em violação aos seus deveres fiduciários<sup>18</sup>.

Os mecanismos de defesa contra ofertas hostis podem ser preventivos, na hipótese de a companhia já adotá-los independentemente de ser alvo de uma tentativa de oferta hostil, ou repressivos, caso a companhia os utilize com o objetivo de tentar frustrar determinada oferta hostil que esteja em curso.

A tática de defesa mais comum e efetiva utilizada contra ofertas hostis nos Estados Unidos é a chamada *poison pill* (pílula de veneno), criada em 1982 pelo advogado norte-americano Martin Lipton<sup>19</sup> (p. 365)

e cujo objetivo é desestimular eventual tomada hostil do controle, ao torná-la extremamente onerosa para o potencial adquirente.

A *poison pill* pode já existir no estatuto da companhia como medida preventiva ou ser criada pela administração diante da ameaça efetiva de determinada *hostile takeover*.

Ademais, pode a *poison pill* assumir diferentes formatos, sendo que o mais comum deles permite ao conselho de administração, após a divulgação de uma oferta hostil, conferir a todos os acionistas, com exceção do ofertante, o direito de subscrever novas ações de emissão da companhia a um preço significativamente inferior do que seu valor de mercado. Como tal direito não pode ser exercido pelo potencial adquirente do controle, sua participação na companhia alvo é substancialmente diluída, o que torna bem mais onerosa a realização da operação de aquisição de controle.

Além da *poison pill*, diversas outras táticas de defesa contra ofertas hostis são utilizadas pelo conselho de administração no mercado norte-americano, dentre as quais destacam-se<sup>20</sup>: (i) a alternância do período de mandato dos membros do conselho de administração, que dificulta a troca dos administradores pelo adquirente do controle (*staggered board*); (ii) criação de *quorum* qualificado bastante elevado para a deliberação de determinadas matérias (*supermajority rules*), exigindo que o ofertante adquira quantidade superior de ações para que possa efetivamente exercer o controle

19 GUHAN SUBRAMANIAN. *The Poison Pill*. Cambridge: Harvard Business School Review, 2001, p. 1.

20 Sobre as diferentes técnicas de defesa, ver: JOHN C. COATES, "Explaining Variation in Takeover Defenses: Failure in the Corporate Law Market", *Harvard Law and Economics Discussion Paper*. nº 297, junho, 2000, disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=237020>>; JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias...*, p. 133-187; NELSON EIZIRIK e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES, "A Legalidade das *Poison Pills* Adotadas pelas Companhias Brasileiras". In: Luiz Leonardo Cantidiano e Igor Muniz (Org.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 53-80.

18 Ver, a propósito, as decisões dos seguintes casos norte-americanos: *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985); *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995); *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986); *Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc.*, 650 A.2d 1270 (Del. 1994); *Paramount Communications, Inc. v. QVC Networks*, 637 A.2d 34 (Del. 1993); e *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).



da companhia em todas as deliberações relevantes; (iii) previsão de cláusulas, nos principais contratos de empréstimo e financiamento celebrados pela companhia, determinando o vencimento antecipado das dívidas caso o controle seja adquirido por intermédio de uma oferta hostil (*accelerated loans*); (iv) inclusão, no contrato de trabalho dos principais executivos, de cláusula prevendo altas compensações financeiras caso a companhia seja alvo de uma tomada hostil de controle (*golden parachutes*); (v) procura de terceiros que possam realizar oferta concorrente mais atrativa (*white knight*); (vi) venda para terceiros de determinado ativo valioso da companhia que seja relevante para o possível adquirente do controle, de maneira a tornar a companhia um alvo desinteressante para ele (*crown jewel defense*).

### 3. O CITY CODE INGLÊS

No Reino Unido, as ofertas públicas de aquisição são regidas por princípios do direito costumeiro que foram incorporados à legislação, tais como os deveres fiduciários dos administradores<sup>21</sup>, e, principalmente, pela autorregulação. Tais ofertas são disciplinadas pelo *City Code* sobre fusões e aquisições, um conjunto de regras editado e administrado pelo *Panel on Takeovers and Mergers*, um órgão que, até recentemente, era inteiramente baseado na autorregulação.

O *Panel* representou a reunião, em um único órgão, de especialistas no ramo de fusões e aquisições. Suas decisões sempre foram tomadas e respeitadas ainda que não houvesse diploma legal para autorizar suas atividades. Desde 2004, o *Panel* passou a atuar sob a égide e o permissivo da *Directiva* 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, relativa às ofertas públicas de aquisição de ações<sup>22</sup> (p. 367).

21 PAUL L. DAVIES, "The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States". In: Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (Ed.). **European Takeovers: Law and Practice**. London: Butterworths, 1992, p. 198.

Apesar de hoje o *Panel* inglês estar previsto em lei, foram preservadas as suas características originárias da autorregulação. Trata-se de um verdadeiro órgão autorregulador a desempenhar uma função de interesse público<sup>23</sup>.

O *City Code*, desde a sua primeira versão, visa a garantir que os acionistas das sociedades anônimas, principalmente os titulares de uma mesma classe de ações, sejam tratados de forma justa e equitativa em operações que resultem na alteração do controle acionário. A propósito, uma das regras principais editadas pelo *Panel* impõe a realização de oferta pública obrigatória dirigida a todos os acionistas de determinada companhia pelo adquirente de 30% (trinta por cento) ou mais de seu capital votante (*mandatory bid rule*)<sup>24</sup>. Busca, também, resguardar o direito de os acionistas decidirem sobre o mérito de uma oferta pública para aquisição de suas ações, sendo sempre deles a palavra final.

A principal diferença entre os Estados Unidos e o Reino Unido no que tange à regulação das ofertas públicas para aquisi-

22 Segundo a Consideranda (5) da *Directiva* 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, disponível em: <www.europa.eu>, "cada Estado-Membro deve designar a autoridade ou autoridades a quem caberá exercer a supervisão dos aspectos da oferta regulados pela presente directiva e assegurar que as partes nela intervenientes cumpram as regras estabelecidas em aplicação da presente directiva. Todas essas autoridades deverão cooperar entre si". No caso do modelo inglês, o *Panel* passou a exercer essa função de autoridade responsável por fiscalizar a aplicação da Diretiva, adequando em alguns aspectos, inclusive, as práticas internas às exigências do direito comunitário.

23 JOHN ARMOUR, "Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment", **ECGI - Law Working Paper**, n.º 106, abril, 2008, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1133542>, entende que: "The Panel's operation is perhaps the best example of informal public enforcement in the UK. Informality is evident both as regards the Panel's status, and as regards its mode of operating. The Panel was, for most of its history since its inception in 1968, a purely self-regulatory organization with no formal legal basis. Over time, it came to be viewed as performing an essentially public function and was finally put on a statutory footing in 2006 as part of the UK's implementation of the EU Takeover Directive".

24 Ver os comentários ao art. 254-A da Lei das S.A.



ção de controle refere-se à imposição de medidas de defesa pela administração. O *City Code* proíbe os administradores de tomarem quaisquer medidas que possam frustrar uma oferta iminente, a menos que seja obtida a aprovação dos acionistas<sup>25</sup>.

Dessa forma, o modelo inglês aloca a decisão sobre a aceitação ou rejeição da oferta somente aos acionistas da companhia objeto. Isso não quer dizer que a administração tenha um papel passivo diante destas operações, competindo-lhe, por exemplo, manifestar sua opinião sobre o mérito da OPA, a fim de convencer os acionistas quanto à adesão ou não à proposta<sup>26</sup>.

#### 4. OPA E CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA

No Brasil, a utilização de ofertas públicas para aquisição de controle sempre esbarrou no perfil de elevada concentração acionária das companhias. Com efeito, em nosso mercado, a grande concentração das ações com direito a voto em poder do acionista controlador, que caracterizava a totalidade das companhias abertas brasileiras até bem pouco tempo, tornava praticamente impossível a ocorrência de tais ofertas<sup>27</sup>.

Contudo, cada vez há maior número de companhias brasileiras apresentando uma estrutura acionária em que inexiste um único acionista ou grupo de acionistas detentores da maioria do capital

25 PAUL L. DAVIES, "The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States". In: Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (Ed.). **European Takeovers: Law and Practice...**, p. 200. Nesse sentido, ver também MATTEO GATTI, "The Power to Decide on Takeovers: Directors or Shareholders, What Difference Does It Make?", **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**. New Jersey: Rutgers School of Law-Newark Research Paper, nº 132, 2014, p. 106-107, disponível em: <ssrn.com/abstract=928928>.

26 PAUL DAVIES and KLAUS HOPT, "Control Transactions". In: **The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach...**, p. 233-236.

27 NELSON EIZIRIK, "O Mito do 'Controle Gerencial' – Alguns Dados Empíricos", **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 66, abril-junho, 1987, p. 106.

votante. O fenômeno, conhecido como "pulverização do controle", permite que o controle acionário de tais companhias seja adquirido no mercado, sem negociação prévia com os seus principais acionistas, mediante a utilização da oferta pública regulada neste artigo e nos artigos 258 a 263.

Algumas companhias com controle pulverizado têm introduzido em seus estatutos determinados dispositivos que visam a impedir ou a dificultar a aquisição do seu controle acionário, sendo o mais relevante e discutido o que obriga a realização de oferta pública pelo acionista ou grupo de acionistas que adquirir participação acionária superior a determinado percentual – por exemplo, 30% (trinta por cento) do capital –, por preço a ser fixado conforme as regras do estatuto acrescido de prêmio<sup>28</sup>.

No que se refere às táticas de defesa contra ofertas públicas no direito brasileiro, deve prevalecer o entendimento de que os acionistas não podem ficar sem proteção frente a eventuais abusos praticados pela sociedade sob controle gerencial. Em tais hipóteses, a responsabilidade civil e administrativa deverá recair sobre os administradores que conduzem as atividades sociais, com fundamento nos artigos 153 a 159. Nesse sentido, não podem os administradores valer-se dos recursos da companhia para frustrarem a oferta, o que caracterizaria manipulação dos fundos sociais, em infração ao dever de lealdade (artigo 155) e mediante desvio de poder (artigo 154).

Os meios de defesa utilizados pelos administradores deverão se limitar à apresentação de manifestação desfavorável à aceitação da oferta pelos acionistas, justificando as razões para tal opinião, e também à busca de grupos interessados que possam autonomamente produzir uma oferta concorrente<sup>29</sup>.

28 Sobre a pulverização do controle das companhias brasileiras e as cláusulas estatutárias de proteção à dispersão acionária por elas adotadas, ver os comentários ao art. 116 da Lei das S.A.

29 MODESTO CARVALHOSA. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 4, t. II, 4ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 313-315.



## 5. O COMITÊ DE AQUISIÇÕES E FUSÕES

Em 2013, a Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), a Associação das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a BM&FBovespa e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) instituíram no mercado de capitais brasileiro o Comitê de Aquisições e Fusões (CAF), entidade de natureza privada que funciona com base em um modelo de autorregulação voluntária e que foi inspirada no *Takeover Panel* existente no sistema jurídico inglês.

O CAF foi criado para assegurar a observância de condições equitativas nas ofertas públicas de aquisição de ações e operações de reorganização societária envolvendo companhias abertas.

As principais funções do CAF são a edição, aplicação e constante atualização de um Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões, que constitui um conjunto de princípios e regras que refletem o consenso dos participantes do mercado visando a disciplinar as OPAs e operações de reorganização societária, bem como a própria atuação do órgão, que deverá se dar de maneira confidencial, célere e com custos reduzidos para as partes envolvidas.

Sujeitam-se às regras do Código de Autorregulação do CAF as companhias abertas que voluntariamente aderirem à regulação e fiscalização do órgão, seja em base permanente ou mediante a submissão de determinada operação concreta.

Uma das principais inovações do CAF refere-se à instituição de uma nova modalidade de oferta pública obrigatória, com o objetivo de regular os casos de aquisição de participação acionária relevante e de aquisição originária do poder de controle, nos moldes da *mandatory bid rule* existente no direito inglês.

De acordo com o Código de Autorregulação do CAF, a OPA por atingimento de participação acionária relevante é obrigatória no caso de um investidor adquirir de 20% (vinte por cento) a 30%

(trinta por cento) do capital social de uma companhia aderente sem controlador definido.

Outra importante regra constante do Código de Autorregulação refere-se àquela que proíbe que as companhias aderentes ao CAF adotem as chamadas *poison pills*, que são previsões estatutárias que impõem barreiras não razoáveis a potenciais investidores interessados em adquirir percentual relevante do capital social ou mesmo o controle societário da companhia.

Assim, as companhias que desejarem aderir ao CAF não poderão prever, em seus estatutos sociais, disposições que estabeleçam obrigação de realizar OPA no caso de atingimento de determinada participação acionária no capital social distinta daquela regulada pelo próprio Código de Autorregulação.

Uma das finalidades do CAF é a normatização das táticas de defesa contra ofertas de aquisição de controle, a partir do princípio de que a decisão final a respeito da aceitação de uma OPA deve ser sempre dos acionistas, não podendo os administradores da companhia objeto ou qualquer outra parte envolvida na operação tomar medidas que visem a frustrar a soberania desta decisão. Trata-se da melhor forma de se prevenir as situações anteriormente aludidas de conflito de interesses entre os acionistas e os administradores que comumente emergem diante das ofertas públicas hostis para aquisição de controle<sup>30</sup>.

30 Nesse sentido, o Código de Autorregulação do CAF, disponível em: <<http://www.cafbrasil.org.br>>, estabelece, no art. 56, que os administradores da companhia alvo da oferta não podem, durante o período da OPA ou mesmo antes dela, caso tenham razões para acreditar na existência de algum potencial ofertante de boa fé (i) deliberar sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; (ii) deliberar sobre a aquisição pela companhia de ações de sua própria emissão; (iii) deliberar sobre a emissão de debêntures; (iv) declarar dividendos intermediários; (v) autorizar a companhia a prestar garantias a obrigações de terceiros; (vi) decidir sobre o pagamento ou crédito de juros sobre o capital próprio aos acionistas; (vii) aprovar a alienação ou oneração de bens do ativo permanente ou sua aquisição, a não ser que tais medidas sejam consistentes com as práticas anteriormente adotadas na condução ordinária



## 6. OBJETO DA OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE

No ordenamento jurídico brasileiro, os requisitos que devem ser atendidos na oferta pública para aquisição de controle estão previstos na Lei das S.A., neste artigo e nos artigos 258 a 263, bem como na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários<sup>31</sup>.

A OPA para aquisição de controle tem caráter voluntário – já que existem outros meios para viabilizar a aquisição de controle –, mas, uma vez escolhida essa via, o ofertante fica obrigado a adotar todos os procedimentos legais e regulamentares exigidos para esse tipo de oferta<sup>32</sup>.

Quanto à sua finalidade, a OPA em questão divide-se em 2 (duas) espécies:

- (i) para aquisição de controle acionário, no caso em que o ofertante ainda não é acionista da companhia alvo, ou não dispõe do montante necessário de ações que lhe assegurem o controle (*caput*); e
- (ii) para reforço do controle acionário, na hipótese em que o ofertante já é titular de ações que lhe asseguram o

---

dos negócios da companhia; (viii) aprovar a aquisição do controle de outras sociedades; ou (ix) tomar quaisquer outras medidas que possam frustrar o direito de os acionistas decidirem soberanamente a respeito da aceitação da OPA. Para que tais medidas possam ser adotadas em caso de OPA para aquisição de controle, a administração da companhia precisa submetê-las à prévia deliberação da assembleia geral.

31 Instrução CVM nº 361/2002, que dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009, 487/2010 e 492/2011.

32 O art. 32 da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010, confirma expressamente o caráter voluntário da OPA para aquisição de controle e estabelece que se aplicam a essa modalidade de oferta pública, além do procedimento especial aplicável a qualquer OPA voluntária, as regras gerais previstas na Instrução. O inciso III do art. 32, reproduzindo a regra estabelecida no art. 257, § 2º, da Lei das S.A., determina que a OPA deverá ter por objeto, pelo menos, uma quantidade de ações com direito a voto capaz de assegurar o controle da companhia visada.

controle, mas deseja passar a deter ações representativas de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante, consolidando seu poder (§ 3º). Nesse caso, o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.

É importante notar que a OPA voluntária para aquisição de controle de companhia aberta, regulada neste artigo e nos artigos 258 a 263, diferencia-se da OPA obrigatória decorrente da transferência de controle de que trata o artigo 254-A.

Com efeito, a modalidade prevista no artigo 254-A é aquela que ocorre após e em consequência da alienação privada de controle de companhia aberta, sendo sua realização condição legal para a eficácia da transferência de controle. Trata-se de espécie de OPA obrigatória, ou seja, ocorrendo o pressuposto legal (a transferência onerosa de controle de companhia aberta), o adquirente tem, compulsoriamente, que formular a oferta pública aos minoritários.

A OPA disciplinada neste artigo, por sua vez, tem como pressuposto o apelo ao público que faz aquele que deseja adquirir o controle de determinada companhia aberta. Tal oferta possui caráter facultativo e voluntário, uma vez que não decorre de exigência legal, não sendo vedada a utilização de outros meios para a consecução do fim colimado.

A OPA para aquisição de controle também não se confunde com as ofertas lançadas pelas corretoras de valores mobiliários exclusivamente no âmbito das Bolsas de Valores ou das entidades do mercado de balcão organizado. Embora ambas possam ser dirigidas aos mesmos destinatários, são substancialmente diferentes: enquanto a OPA para aquisição de controle deve ser realizada fora da Bolsa de Valores<sup>33</sup>, por meio de edital publicado na imprensa,

---

33 A propósito, o art. 2º, § 3º, da Instrução CVM nº 361/2002, expressamente prevê que: "Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado,



observando-se os requisitos previstos neste artigo, nos artigos 258 a 263 e na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários<sup>34</sup>, a oferta de compra apresentada pelas corretoras é realizada pelos meios de comunicação internos da Bolsa, sendo disciplinada pelas suas normas.

## 7. INTERMEDIACÃO

O *caput* deste artigo estabelece que a oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante<sup>35</sup>.

Em todas as modalidades de OPAs, sejam elas obrigatórias ou voluntárias, o ofertante deve contratar a intermediação de sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimentos.

A instituição intermediária atua como garantidora do negócio de oferta pública, devendo assegurar ao mercado a viabilidade econômica do cumprimento da proposta pública realizada pelo ofertante, evitando, dessa forma, o surgimento de ofertas temerárias ou meramente especulativas que afetem o normal funcionamento do mercado e que possam causar danos patrimoniais aos eventuais acionistas aceitantes.

A obrigação da instituição intermediária de garantir a liquidação financeira da OPA, pagando pelas ações que o ofertante tenha

---

*que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante".*

34 Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 487/2010, 480/2009 e 492/2011.

35 A Instrução CVM nº 361/2002, em seu art. 7º, § 3º, dispõe que: "A instituição intermediária deverá auxiliar o ofertante em todas as fases da OPA, e dele solicitar a prática dos atos necessários ao correto desenvolvimento da oferta, bem como a cessação de atividades que prejudiquem tal desenvolvimento, devendo interromper seus serviços em hipótese de recusa do ofertante, sob pena de não eximir-se das responsabilidades impostas nesta Instrução".

se proposto a adquirir, na quantidade e pelo preço e condições estipulados, é subsidiária. Vale dizer, não existe solidariedade entre o ofertante e a instituição intermediária; a solidariedade, nos termos do artigo 265 do Código Civil, depende da lei ou da vontade das partes, não devendo ser presumida. Este artigo limita-se a afirmar que a instituição financeira deve garantir a oferta, donde não se pode presumir a existência de solidariedade. Nada impede, contudo, que a instituição intermediária assuma a responsabilidade solidária no instrumento contratual que firmar com o ofertante. No silêncio do contrato, sua responsabilidade é subsidiária.

Deve a instituição intermediária tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes<sup>36</sup>.

## 8. REGISTRO PERANTE A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Em regra, a OPA para aquisição de controle de companhia aberta não se sujeita a prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários. O parágrafo único do artigo 258 estabelece expressamente que a oferta será apenas comunicada à Autarquia, dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação do edital.

Incumbe apenas ao ofertante apresentar, no instrumento de oferta pública, as informações previstas no mesmo dispositivo e, no que for aplicável, na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários<sup>37</sup>, publicando-o na imprensa. A Autarquia tomará conhecimento da oferta após a publicação do edital, podendo, no entanto, intervir para que o mesmo seja republicado caso não esteja em conformidade com as disposições legais e regulamentares.

---

36 Art. 7º, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002.

37 Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009, 487/2010 e 492/2011.



A única exceção à regra acima referida verifica-se no caso em que a oferta pública voluntária contiver proposta de permuta, total ou parcial, de valores mobiliários, nos termos do § 1º<sup>38</sup>.

Segundo a forma de pagamento proposta, a OPA pode ser de compra, de permuta ou mista<sup>39</sup>.

A OPA de compra é aquela cujo pagamento proposto deve ser realizado em moeda corrente. Nas ofertas públicas de permuta, porém, o preço oferecido pelas ações visadas é pago em valores mobiliários<sup>40</sup>. Tem-se, por fim, a oferta mista, quando o pagamento proposto deve ser realizado parte em dinheiro e parte em valores mobiliários<sup>41</sup>.

A oferta de permuta e a oferta mista envolvem a distribuição pública de valores mobiliários no mercado e, por esta razão, devem ser sempre registradas na Comissão de Valores Mobiliários, para que sejam prestadas informações da mesma natureza das exigidas por ocasião de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

O registro deve ser solicitado à Comissão de Valores Mobiliários no prazo máximo de 30 (trinta) dias contado da data de publicação de fato relevante ou da deliberação que der notícia da realização da OPA. A Autarquia deverá, então, apreciar o pedido de registro dentro do prazo de 30 (trinta) dias, o qual, no entanto, pode ser interrompido caso ela própria formule exigências adicionais ao ofertante. Na prática, a experiência mostra que o registro de uma OPA perante a

Comissão de Valores Mobiliários leva, em média, de 45 (quarenta e cinco) a 60 (sessenta) dias para ser deferido.

## 9. IRREVOGABILIDADE DA OFERTA

A OPA constitui uma declaração unilateral de vontade por meio da qual o ofertante formula uma proposta, dirigida à totalidade dos acionistas da companhia, de compra das suas ações. Dessa forma, sendo uma proposta de celebração de um negócio jurídico, a oferta produz efeitos vinculantes sobre o ofertante, o qual não pode revogá-la ou alterá-la unilateralmente, apenas em decorrência de sua vontade. Por essa razão, o § 2º estabelece que a oferta será irrevogável.

Aplica-se à OPA o disposto nos artigos 427 e 429 do Código Civil, segundo os quais a oferta dirigida ao público, desde que contenha os requisitos essenciais do contrato, equivale a uma proposta, isto é, obriga o proponente, salvo se o contrário resultar dos termos da própria oferta, da natureza do negócio ou das circunstâncias do caso<sup>42</sup>.

Note-se, no entanto, que, no caso das OPAs sujeitas a registro perante a Comissão de Valores Mobiliários, a oferta somente se torna obrigatória para o proponente após a concessão do referido registro e da publicação de seu edital.

38 Art. 32 da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006 e 487/2010.

39 Art. 6º da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009, 487/2010 e 492/2011.

40 Nos termos do art. 33, § 1º, da Instrução CVM nº 361/2002, somente poderão ser ofertados em permuta valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados brasileiros.

41 A CVM, no art. 6º, § 1º, da Instrução CVM nº 361/2002, admite que o ofertante formule oferta alternativa, ou seja, aquela em que aos destinatários seja deferida a escolha da forma de liquidação, se em moeda corrente ou se em valores mobiliários.

42 Consta dos arts. 427 a 429 do Código Civil que: "Art. 427. A proposta de contrato obriga o proponente, se o contrário não resultar dos termos dela, da natureza do negócio, ou das circunstâncias do caso. Art. 428. Deixa de ser obrigatória a proposta: I - se, feita sem prazo a pessoa presente, não foi imediatamente aceita. Considera-se também presente a pessoa que contrata por telefone ou por meio de comunicação semelhante; II - se, feita sem prazo a pessoa ausente, tiver decorrido tempo suficiente para chegar a resposta ao conhecimento do proponente; III - se, feita a pessoa ausente, não tiver sido expedida a resposta dentro do prazo dado; IV - se, antes dela, ou simultaneamente, chegar ao conhecimento da outra parte a retratação do proponente. Art. 429. A oferta ao público equivale a proposta quando encerra os requisitos essenciais ao contrato, salvo se o contrário resultar das circunstâncias ou dos usos. Parágrafo único. Pode revogar-se a oferta pela mesma via de sua divulgação, desde que ressalvada esta faculdade na oferta realizada".



De fato, nas OPAs sujeitas a registro, este constitui um requisito essencial do negócio jurídico proposto, razão pela qual, até que ele venha a ser concedido, o ofertante poderá desistir da realização da OPA, ainda que, anteriormente, tenha divulgado ao mercado sua intenção de realizar a oferta, o preço e demais condições de pagamento propostas.

A Comissão de Valores Mobiliários estabelece que, após a publicação do instrumento de OPA, sua modificação ou revogação será admitida apenas nas seguintes hipóteses: (i) em qualquer modalidade de OPA, independentemente de sua autorização, quando se tratar de modificação para melhorar a oferta, ou por renúncia, pelo ofertante, à condição por ele estabelecida para a efetivação da OPA<sup>43</sup>; (ii) quando se tratar de OPA sujeita a registro, mediante sua prévia e expressa autorização, a qual somente poderá ser concedida caso tenha havido, a seu juízo, alteração substancial, posterior e imprevisível, nas circunstâncias de fato existentes quando do lançamento da OPA, acarretando aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante; ou (iii) quando se tratar de OPA não sujeita a registro, independentemente de sua autorização, em estrita conformidade com os termos e condições previstos no respectivo instrumento<sup>44</sup>.

A norma editada pela Comissão de Valores Mobiliários expressamente consagrou uma hipótese de aplicação da "Teoria da Imprevisão", a qual permite a relativização dos efeitos obrigatórios dos negócios jurídicos quando acontecimentos extraordinários e imprevisíveis ocasionam a radical alteração no estado de fato existente à data da sua formulação, tornando-o excessivamente oneroso para uma das partes.

O fato de, após a publicação do edital, a OPA tornar-se irrevogável não impede que o ofertante subordine a sua realização ao implemento de determinadas condições, desde que o faça ex-

pressamente. Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários já manifestou o entendimento de que não há incompatibilidade entre a irrevogabilidade da oferta e a existência de condições<sup>45</sup>.

Com efeito, o caráter irrevogável da oferta pública significa que, após o seu registro, ela não pode deixar de ser realizada exclusivamente em virtude da vontade do ofertante, mas não impede que ele subordine a sua eficácia a acontecimentos futuros e incertos, que não dependam de sua vontade.

Dessa forma, tal como ocorre com qualquer outro negócio jurídico, é perfeitamente lícito que o ofertante estabeleça determinadas condições, desde que não potestativas, às quais esteja subordinada a eficácia da OPA. A possibilidade de a OPA estar sujeita ao implemento de condições impostas pelo ofertante é aceita pela Comissão de Valores Mobiliários<sup>46</sup>.

A fixação de condições também pode ser considerada irregular nos casos previstos nos artigos 123 e 124 do Código Civil, isto é, se forem contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes, visem a privar a oferta de qualquer efeito ou a sujeitarem ao puro arbítrio do ofertante, forem física ou juridicamente impossíveis, ou, ainda, quando incompreensíveis ou contraditórias. A fixação de condições constitui uma forma de o ofertante precaver-se de situações de extrema volatilidade do mercado, que poderiam afetar a realidade econômica da proposta. Assim, ele pode, por exemplo, estabelecer que a oferta não será realizada caso o preço de mercado das ações objeto da OPA ou os índices representativos de carteiras de ações mais negociadas do mercado, como é o caso do Ibovespa, caiam abaixo de um patamar mínimo por ele fixado.

43 No que tange à melhoria das condições de preço ou forma de pagamento da oferta pública para aquisição de controle, ver os comentários ao art. 261 da Lei das S.A.

44 Art. 5º da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

45 Decisão proferida pelo Colegiado da CVM no MEMO/SER/058/2001, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 17.07.2001.

46 O art. 4º, inciso VIII, da Instrução CVM nº 361/2002, expressamente menciona que "a OPA poderá sujeitar-se a condições cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas".



## 10. MANIFESTAÇÃO DA ADMINISTRAÇÃO

Principalmente na OPA para aquisição de controle, é muito importante, para que haja a decisão refletida dos acionistas, que a administração da companhia objeto exponha sua opinião favorável ou desfavorável sobre a aceitação da proposta, justificando as razões para tal opinião<sup>47-48-49</sup>.

Tais informações são prestadas com o objetivo de sinalizar possíveis conflitos de interesse por parte dos administradores na formulação de sua opinião sobre a oferta<sup>50</sup>.

### INSTRUMENTO DA OFERTA DE COMPRA

**“Art. 258. O instrumento de oferta de compra, firmado pelo ofertante e pela instituição financeira que garante o pagamento, será publicado na imprensa e deverá indicar:**

- 47 O art. 32-D da Instrução CVM nº 361/2002, incluído pela Instrução CVM nº 487/2010, estabelece que, caso o conselho de administração da companhia objeto decida manifestar-se sobre a OPA para aquisição de controle, tal pronunciamento deverá abordar informações acerca da quantidade de valores mobiliários de emissão da companhia objeto e do ofertante, detidos pela própria companhia e pelos administradores.
- 48 Nos Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa, em vigor desde 10.05.2011, disponíveis em: <<http://bmfbovespa.com.br>>, consta que o conselho de administração deve, no prazo de 15 (quinze) dias a partir da publicação do edital da oferta pública de aquisição de ações, divulgar manifestação sobre a OPA, levando em consideração o interesse do conjunto dos acionistas (itens 4.8.1 e 5.8.1 dos respectivos Regulamentos).
- 49 O Código de Autorregulação do CAF, disponível em: <<http://www.cafbrasil.org.br>>, estabelece, em seu art. 58, que o conselho de administração da companhia deve, em toda e qualquer OPA, exceto quando formulada pela própria companhia, manifestar opinião fundamentada, favorável ou contrária à aceitação da OPA, até 15 (quinze) dias depois da publicação do edital.
- 50 Sobre o papel do conselho de administração em casos de OPA para aquisição de controle, ver CARLOS ALEXANDRE LOBO E SILVA, “A Evolução da Aquisição de Controle de Companhias Abertas no Brasil”. In: Alexandre Couto Silva (Coord.). **Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedade por Ações**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 248-249.

I – o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo;

II – o preço e as condições de pagamento;

III – a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado;

IV – o procedimento que deverá ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar a sua aceitação e efetivar a transferência das ações;

V – o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 (vinte) dias;

VI – informações sobre o ofertante.

Parágrafo único. A oferta será comunicada à Comissão de Valores Mobiliários dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação.”

## 1. INSTRUMENTO DE OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES (“OPA”)

O instrumento de OPA deve conter todos os elementos caracterizadores do contrato que o ofertante compromete-se a celebrar com os titulares das ações visadas, com conteúdo preciso e completo.

Dessa forma, caberá ao acionista tão somente emitir ordem de aceitação, para que, ao final da oferta, seja celebrado o contrato de aquisição das ações<sup>1</sup>.

As informações prestadas no documento de oferta devem ser absolutamente verídicas e completas para que o acionista destinatário não seja levado a uma distorcida apreciação do seu mérito. O objetivo da adequada informação é permitir que os destinatários

<sup>1</sup> Sobre a natureza do contrato de compra e venda de ações decorrente da OPA, ver os comentários ao art. 261 da Lei das S.A.



tenham à sua disposição todos os elementos necessários à decisão refletida e independente no que se refere à aceitação da oferta<sup>2</sup>.

Este dever consubstanciado no *full and fair disclosure* cabe, conjuntamente, ao ofertante e à instituição financeira garantidora, os quais são responsáveis pela exatidão das informações prestadas. Nesse sentido, a Lei das S.A., ao disciplinar neste artigo o instrumento da oferta pública voluntária de aquisição de controle, estabelece que ele deve ser firmado pelo ofertante e por instituição financeira que garanta a liquidação financeira da OPA<sup>3</sup>.

Este artigo estabelece, ainda, determinadas cláusulas obrigatórias que devem expressamente constar do instrumento da OPA, a elas somando-se aquelas previstas na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários<sup>4</sup>.

Tais cláusulas constituem os requisitos mínimos da declaração de vontade do proponente, visando a vinculá-lo irrevogavelmente ao ato jurídico autônomo da oferta pública. Com efeito, refletindo o princípio geral da irrevogabilidade, que se aplica a qualquer tipo de oferta pública de aquisição, o § 2º do artigo 257 menciona expressamente que a OPA para aquisição de controle não pode deixar de ser realizada exclusivamente em virtude da vontade do ofertante.

Isso não impede, contudo, que o ofertante subordine a eficácia da oferta pública a condições, desde que elas não sejam potestativas, isto é, não dependam, para sua implementação, da atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas<sup>5</sup>.

2 Art. 4º, inciso II, da Instrução CVM nº 361/2002.

3 O art. 10 da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009, 487/2010 e 492/2011, determina que o instrumento de OPA seja firmado tanto pela companhia ofertante quanto pela instituição financeira participante da oferta.

4 Art. 10 e Anexo II da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

5 Art. 4º, inciso VIII, da Instrução CVM nº 361/2002.

Além dos incisos I a III deste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários prevê expressamente espécies de condição às quais tal modalidade de OPA pode estar sujeita, permitindo que o ofertante indique no edital da OPA o número mínimo de ações que se propõe a adquirir, hipótese em que a oferta ficará subordinada à aceitação por acionistas que reúnam essa quantidade de ações<sup>6</sup>.

Dentro do limite mínimo de ações que o ofertante eventualmente se propõe a adquirir em uma OPA para aquisição de controle, o qual importa em condição suspensiva, não há irrevogabilidade. Assim, se não for atingido tal limite, o ofertante não fica obrigado a comprar nenhuma das ações oferecidas<sup>7</sup>.

Além disso, o ofertante também pode fixar, com base no inciso I, o número máximo de ações que se dispõe a adquirir; caso as ordens de venda ultrapassem o número máximo fixado na oferta, deverá ser promovido rateio entre os aceitantes, nos termos do inciso III.

O inciso II deste artigo determina, por sua vez, que o edital deve prever o preço que o ofertante se compromete a pagar pelas ações objeto da OPA, bem como as condições de pagamento. Embora não haja previsão de um critério específico na Lei das S.A., este preço deverá ser uniforme para as ações de mesma classe e espécie<sup>8</sup>.

O inciso IV estabelece que o procedimento a ser utilizado pelos acionistas para demonstrar sua aceitação e efetivar a transferência das ações deve constar do edital, incluindo-se nele, também, informações sobre o leilão de OPA. A aceitação por parte do acionista constitui uma declaração de vontade dirigida ao ofertante,

6 Art. 32, inciso III, da Instrução CVM nº 361/2002.

7 A propósito, ver o Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/0783, Rel. SRE, j. em 28.01.2014 com base no exposto no MEMO/SER/GER-1/Nº 07/2014. A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM entendeu que o aditamento ao edital de OPA para a aquisição de controle visando à supressão do requisito relativo à quantidade mínima de ações a ser adquirida contraria os preceitos legais por caracterizar a revogação de uma OPA irrevogável.

8 Art. 4º, inciso V, da Instrução CVM nº 361/2002.



representando, assim, a integração das vontades do proponente e do destinatário.

O inciso V prescreve, ainda, que o edital de OPA deve estabelecer o prazo de validade da oferta, que não pode ser inferior a 20 (vinte) dias. A Comissão de Valores Mobiliários aumentou o prazo para, no mínimo, 30 (trinta) e, no máximo, 45 (quarenta e cinco) dias, contados da data da publicação do edital. Tal prazo visa a conferir aos acionistas da companhia objeto tempo suficiente para conhecer e analisar as condições propostas pelo ofertante e, conseqüentemente, decidir quanto à aceitação ou não da operação<sup>9</sup>.

No inciso VI do referido dispositivo exige-se, também, que o instrumento de oferta pública contenha informações sobre o ofertante, tais como a descrição do seu objeto social, os setores onde atua e as atividades desenvolvidas. Essas informações visam a assegurar ao mercado e aos acionistas destinatários plenas condições de avaliação da proposta, assim como da capacidade do ofertante de cumprir a promessa de aquisição<sup>10</sup>.

No caso de oferta que envolva permuta, o projeto de instrumento deverá conter, além das informações previstas neste artigo e na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, dados sobre os valores mobiliários oferecidos e as companhias emissoras desses papéis.

Adicionalmente, do instrumento de OPA para aquisição de controle, exceto no caso de OPA parcial (isto é, que não tenha por objeto a totalidade das ações daquela espécie ou classe em circulação no mercado), deverá constar declaração do ofertante de que ficará obrigado a adquirir, após a OPA, as ações em circulação remanescentes da mesma espécie e classe, pelo prazo de 30 (trinta) dias, pelo

9 Art. 12 da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

10 Anexo II, inciso I, alínea "a", da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

preço final da OPA<sup>11</sup>. Tal obrigação evita que os destinatários do negócio, que tem por objeto a totalidade das ações de determinada espécie e classe, sintam-se compelidos a alienar suas ações, ainda que não estejam de acordo com o preço ofertado, pelo receio de que a OPA venha a ser bem sucedida e eles fiquem com ações sem liquidez. Ou seja, o acionista poderá inicialmente recusar a oferta, caso não esteja interessado em alienar suas ações, mas terá a opção de vendê-las posteriormente.

Nem a Lei das S.A. nem a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários contêm disposição expressa de que o instrumento de OPA deva conter descrição dos propósitos do ofertante em relação à companhia objeto, ao contrário do que ocorre em outros ordenamentos jurídicos<sup>12</sup>. A ausência dessa informação dificulta o processo de avaliação dos acionistas e dos administradores no que tange à adesão ou recomendação da oferta, sendo recomendável a sua inclusão no instrumento da OPA<sup>13</sup>.

## 2. PUBLICIDADE

Uma característica inerente às ofertas públicas de aquisição é a publicidade, que interessa aos acionistas destinatários, à companhia e ao mercado de capitais como um todo, devendo ser dada de forma suficiente, mediante a publicação de editais com conteúdo preciso e completo, para que os possíveis acionistas interessados, bem como os demais participantes do mercado, tomem conhecimento da oferta e de todos os seus termos.

11 Ver o art. 32-A da Instrução CVM nº 361/2002, incluído pela Instrução CVM nº 487/2010.

12 Ver a regra 24.2 do *Takeover Code*.

13 O Código de Autorregulação do CAF, disponível em: <<http://www.cafbrasil.org.br>>, estabelece, em seu art. 52, que o instrumento de OPA deve conter uma descrição adequada e suficiente para a tomada de decisão por parte dos acionistas dos planos do ofertante em relação aos negócios da companhia objeto. Sobre o CAF, ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A.



Somente com a observância do chamado *full and fair disclosure*, plenamente consagrado no que tange às ofertas públicas de aquisição, estar-se-á assegurando o princípio da igualdade entre os acionistas titulares das ações objeto da OPA<sup>14-15</sup>. Para assegurar tal publicidade, o *caput* deste artigo estabelece que o instrumento de oferta de compra deve ser publicado na imprensa.

Ademais, a Comissão de Valores Mobiliários determina que o edital deverá também ser encaminhado ao diretor de relações com investidores da companhia objeto, para que este o divulgue imediatamente ao mercado, por meio de sistema eletrônico disponível na página da Autarquia na rede mundial de computadores<sup>16</sup>. O edital deve ficar disponível aos eventuais interessados, pelo menos, na sede da Comissão de Valores Mobiliários, na Bolsa de Valores ou na entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser processada a oferta, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como acessível no seu endereço na internet, caso esta o possua.

O lançamento da OPA, por se tratar de matéria que influencia a decisão dos acionistas e investidores de manter ou adquirir ações ou outros valores mobiliários de emissão da companhia objeto, também deve ser divulgado ao mercado por meio da publicação de fato relevante, nos termos do artigo 157, § 4º, da Lei das S.A. e da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários<sup>17</sup>.

14 O art. 11 da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010, exige que o edital de oferta pública seja divulgado nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia objeto, observando-se, no caso de ofertas cujo registro seja exigível, o prazo máximo de 10 (dez) dias contados da data da obtenção do registro para que seja efetuada a publicação.

15 Sobre o registro na CVM das ofertas públicas de aquisição de controle, ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A.

16 Art. 11, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

17 Instrução CVM nº 358/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 369/2002 e 449/2007.

### 3. COMUNICAÇÃO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Em regra, a OPA para aquisição de controle de companhia aberta não se sujeita a prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários. O parágrafo único deste artigo estabelece que a oferta será apenas comunicada à Autarquia, dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação do edital.

Incumbe ao ofertante somente apresentar, no instrumento de oferta pública, as informações previstas neste artigo e, no que for aplicável, na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, publicando-o na imprensa<sup>18</sup>.

A Comissão de Valores Mobiliários tomará conhecimento da oferta após a divulgação do edital, podendo, no entanto, intervir para que este seja republicado caso não esteja em conformidade com as disposições legais e regulamentares.

A única exceção à regra acima referida verifica-se no caso em que a oferta pública voluntária contiver proposta de permuta, total ou parcial, de valores mobiliários. Em tal hipótese, como se trata de uma OPA que envolve uma oferta pública de distribuição do valor mobiliário oferecido como meio de pagamento, a Lei das S.A., no artigo 257, § 1º, prevê expressamente que a oferta somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários<sup>19</sup>.

#### INSTRUMENTO DE OFERTA DE PERMUTA

**“Art. 259. O projeto de instrumento de oferta de permuta será submetido à Comissão de Valores Mobiliários com o pedido de registro prévio da oferta e deverá conter, além das referidas no artigo 258, informações sobre os valores**

18 Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009, 487/2010 e 492/2011.

19 Ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A. e o art. 2º da Instrução CVM nº 400/2003, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 482/2010.



**mobiliários oferecidos em permuta e as companhias emissoras desses valores.**

**Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários poderá fixar normas sobre o instrumento de oferta de permuta e o seu registro prévio.”**

O artigo 258 regula o instrumento de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) de controle de companhia aberta, a ser firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição financeira garantidora, devendo conter todos os elementos configuradores do contrato que aquele se compromete a celebrar com os titulares das ações visadas<sup>1</sup>.

Tais informações devem ser absolutamente verídicas e completas para que o acionista destinatário não seja levado a uma distorcida apreciação do mérito da oferta.

Também são previstas no artigo 258 determinadas cláusulas obrigatórias que devem expressamente constar do instrumento da OPA, quais sejam: (i) o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo; (ii) o preço e as condições de pagamento; (iii) a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre eles, caso ultrapassem o máximo fixado; (iv) o procedimento que deverá ser adotado por esses acionistas para manifestar a sua aceitação e efetivar a transferência das ações; (v) o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 (vinte) dias; e (vi) as informações sobre o ofertante. Somam-se a tais cláusulas aquelas previstas na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários<sup>2</sup>, que devem constar do instrumento de qualquer modalidade de OPA, exceto no caso de OPA parcial, isto é, que não tenha por objeto a totalidade das ações daquela espécie ou classe em circulação no mercado.

1 Sobre a instituição financeira garantidora, ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A.

2 Arts. 10 e 32-A, bem como Anexo II, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

No caso de oferta que envolva permuta, o projeto de instrumento deverá conter, além das informações previstas no artigo 258 e na referida regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, informações sobre os valores mobiliários oferecidos em permuta e as companhias emissoras desses papéis. As ofertas públicas de permuta são aquelas em que o pagamento proposto é realizado com valores mobiliários<sup>3-4-5</sup>.

No uso da competência que lhe foi atribuída pelo parágrafo único deste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários determinou que o instrumento da oferta de permuta contenha as informações sobre: (i) a relação de troca, a quantidade, espécie e classe dos valores mobiliários ofertados, os direitos legais e estatutariamente atribuídos a tais valores, seu histórico de negociação nos últimos 12 (doze) meses, e o tratamento a ser dado às eventuais frações decorrentes da relação de troca, sem prejuízo de outras informações consideradas necessárias pela Autarquia; (ii) a companhia emissora dos valores mobiliários ofertados, na mesma forma exigida por ela para a distribuição pública de valores mobiliários; e (iii) o preço em reais, calculado segundo a relação de troca proposta<sup>6</sup>.

Por envolver a distribuição pública de valores mobiliários no mercado, a oferta de permuta deve sempre ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários, para que sejam prestadas informações da mesma natureza das que são exigidas pela Autarquia por ocasião de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários<sup>7</sup>.

3 Sobre as diferentes formas de pagamento propostas para a OPA, ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A.

4 Sobre o conceito de valores mobiliários, ver NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 29 e seguintes.

5 Nos termos do art. 33, § 1º, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010, somente poderão ser ofertados em permuta valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados no Brasil.

6 Art. 33, § 2º, c/c art. 10, inciso I, da Instrução CVM nº 361/2002.

7 Ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A. e o art. 2º da Instrução CVM nº 400/2003, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 482/2010.



O instrumento da OPA de permuta deve ser publicado na imprensa, tanto nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia objeto quanto no órgão oficial do lugar de sua sede, observando-se o prazo máximo de 10 (dez) dias contados da data da obtenção do registro para que seja efetuada a publicação<sup>8</sup>.

### SIGILO

**“Art. 260. Até a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar.”**

Este artigo disciplina o regime do sigilo na oferta pública de aquisição de ações (“OPA”). Tal previsão está em consonância com o disposto no artigo 155, § 4º, que, ao contemplar a figura do *insider trading*, estabelece a regra de que o administrador deve guardar sigilo sobre informações não divulgadas ao mercado, sendo-lhe vedado aproveitar-se dessa informação privilegiada para obtenção de qualquer vantagem, para si ou para outrem.

A norma tem por escopo manter o funcionamento regular do mercado, evitando, assim, o surgimento de condições artificiais de demanda, oferta e preço dos valores mobiliários envolvidos na futura oferta pública. Ademais, objetiva prevenir eventuais manobras dos administradores ou dos controladores da companhia visada, no intuito de frustrar ou desestimular a oferta para manterem suas posições<sup>1</sup>.

O ofertante deve manter sigilo sobre a OPA até o seu anúncio ao mercado, bem como zelar para que seus administradores, empregados, assessores e terceiros de sua confiança também o façam.

8 Sobre a publicidade da OPA, ver os comentários ao art. 258 da Lei das S.A. MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. II, 4ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 280.

Caso a informação sobre a OPA escape ao seu controle, o potencial ofertante deverá imediatamente publicar o instrumento de OPA ou, alternativamente, publicar um anúncio preliminar, por meio do qual informe ao mercado que tem interesse em realizar a OPA ou que está considerando a possibilidade de realizá-la, embora ainda não tenha certeza de sua efetivação. O anúncio preliminar busca reduzir as incertezas do mercado quando existirem rumores acerca de uma potencial oferta<sup>2</sup>.

Na hipótese de o ofertante divulgar o aludido anúncio preliminar, a Comissão de Valores Mobiliários pode fixar um prazo para que ele (i) publique o instrumento de OPA; ou (ii) anuncie ao mercado, de maneira inequívoca, que não pretende realizá-la dentro do período de 6 (seis) meses<sup>3</sup>. Tal regra segue o princípio da *Directiva 2004/25/CE* do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, que regula as *takeover offers*, de que a companhia objeto não deve, em virtude de uma OPA, ter o desenvolvimento normal de suas atividades afetado para além de um período razoável.

O dever de guardar sigilo no que tange à Comissão de Valores Mobiliários somente tem aplicação nas ofertas voluntárias que envolvam permuta por valores mobiliários, uma vez que apenas nesses casos a OPA deve ser previamente registrada na Autarquia. Nas demais hipóteses, a Comissão de Valores Mobiliários somente tomará conhecimento da oferta após a publicação do edital, nos termos do parágrafo único do artigo 258.

Além do dever de sigilo previsto neste artigo, que subsiste até o momento da publicação do edital de OPA, há o dever de ampla divulgação das informações da oferta, que deve ser observado na fase pública da proposta<sup>4,5</sup> (p. 392).

2 Art. 4º-A da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

3 Art. 4º-A, § 4º, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

4 A propósito, ver os comentários ao art. 258 da Lei das S.A.



## PROCESSAMENTO DA OFERTA

“Art. 261. A aceitação da oferta deverá ser feita nas instituições financeiras ou do mercado de valores mobiliários indicadas no instrumento de oferta e os aceitantes deverão firmar ordens irrevogáveis de venda ou permuta, nas condições ofertadas, ressalvado o disposto no § 1º do artigo 262.

§ 1º É facultado ao ofertante melhorar, uma vez, as condições de preço ou forma de pagamento, desde que em porcentagem igual ou superior a 5% (cinco por cento) e até 10 (dez) dias antes do término do prazo da oferta; as novas condições se estenderão aos acionistas que já tiverem aceito a oferta.

§ 2º Findo o prazo da oferta, a instituição financeira intermediária comunicará o resultado à Comissão de Valores Mobiliários e, mediante publicação pela imprensa, aos aceitantes.

§ 3º Se o número de aceitantes ultrapassar o máximo, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta.”

## 1. ACEITAÇÃO DA OFERTA

Este artigo regula o processamento da oferta, estabelecendo que a aceitação deverá ser feita nas instituições financeiras que participam da operação, garantindo as obrigações assumidas pelo ofertante, ou nas instituições do mercado de valores mobiliários indicadas no instrumento da oferta. Na prática, a aceitação usualmente ocorre na corretora escolhida pelo acionista. O artigo 258, inciso IV, prevê que o instrumento da oferta deve conter “o procedimento que deverá

*ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar a sua aceitação e efetivar a transferência das ações”.*

As ofertas públicas de aquisição de ações têm, como uma de suas principais características, a indefinição do destinatário da proposta. Trata-se de declaração *in incertam personam*, dirigida a um número indeterminado de pessoas, razão pela qual poderá dar origem a inúmeras ordens de venda.

Assim, a oferta constitui uma declaração que necessariamente precede outra declaração, a aceitação por parte do acionista com os termos da oferta, propiciando a formação do contrato de compra ou permuta de ações que o ofertante objetivava celebrar. Constitui a oferta, portanto, um ato jurídico autônomo, distinto do contrato de aquisição de ações que vem a se formar posteriormente, pela aceitação da oferta.

As cláusulas básicas que regem o contrato de compra e venda de ações são aquelas expressas no instrumento da oferta e o acionista, ao aceitá-las, adere ao contrato sem discutir seus termos. Portanto, o contrato de compra das ações em oferta pública, que se aperfeiçoa com a concordância do acionista, apresenta a natureza de um contrato de adesão.

Por essas razões, deve o instrumento de OPA ser preciso e completo, contendo todos os elementos configuradores do futuro contrato que o ofertante se compromete a celebrar com os titulares das ações visadas (artigos 258 e 259).

Cabe ao aceitante tão somente emitir ordem de aceitação, para que, ao final da oferta, seja celebrado o contrato de aquisição das ações. O acionista destinatário, ao dar a ordem de aceitação da proposta formulada pelo ofertante, vincula-se aos termos da oferta e obriga-se contratualmente. Para tanto, a aceitação deve ser irrestrita e incondicional, traduzida pela adesão plena à proposta, não se admitindo qualquer tipo de ressalva por parte do acionista, eis que a oferta pública constitui uma proposta coletiva. Nesse senti-

5 Sobre o dever de guardar sigilo e o dever de informar nos casos de OPA para aquisição de controle, ver ERIK FREDERICO OIOLI. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 168-170.



do, o *caput* deste artigo estabelece que os aceitantes deverão firmar ordens irrevogáveis de venda ou permuta, nas condições ofertadas, ressalvada a possibilidade de o ofertante melhorar as condições de sua proposta.

A OPA para aquisição de controle pode ser parcial, quando não tem por objeto a totalidade das ações de espécie ou classe em circulação no mercado. Nesse caso, o acionista terá, no leilão da OPA, 3 (três) opções: (i) aceitar a OPA; (ii) rejeitar a OPA; ou (iii) aceitar a OPA somente se ela tiver sucesso<sup>1</sup>.

O sucesso da OPA parcial é definido apenas pelo número de acionistas que a aceitarem incondicionalmente, ou seja, uma oferta será considerada bem sucedida se receber aceitações incondicionais para uma quantidade de ações capazes de, somadas às ações de propriedade do ofertante, assegurar o controle da companhia. A possibilidade de os acionistas condicionarem a aceitação da oferta ao seu sucesso retira o aspecto coercitivo da OPA parcial. Com efeito, os acionistas contrários à OPA, mas que temam rejeitá-la para não se verem na situação ainda pior de permanecer na sociedade em caso de seu sucesso, poderão optar pela alternativa “(iii)” acima. Dessa forma, caso a OPA tenha sucesso, o adquirente poderá adquirir a totalidade das ações objeto da oferta, procedendo-se ao rateio entre todos os que aceitarem a OPA, inclusive aqueles que o tenham feito de forma condicional.

## 2. POSSIBILIDADE DE MELHORAR A PROPOSTA

No curso do processamento da oferta pode o ofertante melhorar a oferta originalmente formulada, nos termos do § 1º. Assim, é facultado ao ofertante melhorar, uma vez, as condições de preço

<sup>1</sup> A CVM estabelece, no art. 32-B da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010, procedimento específico sobre a aceitação da OPA parcial.

ou forma de pagamento, desde que em porcentagem igual ou superior a 5% (cinco por cento) e até 10 (dez) dias antes do término do prazo da oferta.

Havendo melhoria na oferta original, as novas condições propostas estendem-se aos acionistas que já tiverem aceitado a oferta. Dessa forma, é assegurado tratamento igualitário a todos os acionistas destinatários<sup>2</sup>.

A restrição contida no § 1º somente é aplicável após o início da fase de “processamento da oferta”, ou seja, a partir do momento em que os acionistas da companhia objeto podem aceitar a OPA.

A existência de oferta pública em curso não impede oferta concorrente – isto é, oferta formulada por um terceiro e que tenha por objeto ações abrangidas por oferta pública de aquisição de ações cujo edital já tenha sido publicado –, desde que observadas as normas sobre oferta pública para aquisição de controle<sup>3</sup>. A publicação de oferta concorrente torna, no entanto, ineficazes as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação de oferta anterior.

Se for apresentada uma oferta concorrente, o ofertante inicial terá o direito de melhorar as condições da sua oferta mesmo que, antes do surgimento daquela, ele já tenha se utilizado da faculdade

<sup>2</sup> FRAN MARTINS. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ª edição, revista e atualizada por Roberto Papini, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 1.100, conclui que: “Procura a lei, desse modo, tratar todos os acionistas de modo igualitário já que não era compreensível que, em se tratando de uma oferta a todos os titulares de ações com direito a voto, alguns, participando da mesma operação, ficassem em condições inferiores aos outros. Se a aquisição de ações se fizesse, de modo comum, nas bolsas de valores (...) justificava-se que os preços das ações adquiridas variassem, já que cada aquisição representava uma operação isolada. Mas a compra de ações mediante oferta pública deve ser considerada uma operação única e, desse modo, variando as condições em relação a alguns dos proprietários de ações (os que, no caso de melhoria, ofereceriam suas ações depois dessa nova situação), tais condições serão aplicadas a todos, ainda mesmo aos que, anteriormente, já haviam manifestado sua aceitação às condições de preço e forma de pagamento primitivas”.

<sup>3</sup> Sobre a oferta concorrente, ver os comentários ao art. 262 da Lei das S.A.



prevista no § 1º. Nesse caso, entretanto, deverá ser observado o prazo máximo de 10 (dez) dias antes do término do prazo da oferta, o qual poderá ser prorrogado pelo ofertante original a fim de que coincida com o prazo da oferta concorrente (artigo 262, § 2º).

Essa é a única interpretação que permite que o primeiro ofertante concorra em igualdade de condições com o ofertante concorrente. Dessa forma, cada ofertante terá a oportunidade de se manifestar uma vez diante da proposta do outro. Somente o ofertante original poderá, uma única vez, melhorar sua oferta diante da concorrente. O ofertante concorrente, por sua vez, não poderá fazê-lo. O objetivo da Lei das S.A., ao permitir essa melhoria, foi colocar ambos os ofertantes em situação de igualdade na competição, garantindo a cada um formular sua proposta final com o conhecimento da proposta do adversário<sup>4</sup>.

### 3. LEILÃO

A OPA, em regra, deve ser realizada em leilão na Bolsa de Valores ou entidade de mercado de balcão organizado em que as ações-objeto da OPA sejam admitidas à negociação<sup>5</sup>.

A realização por meio de leilão tem por objetivo assegurar 2 (duas) características básicas do processo de OPA, quais sejam: (i) a possibilidade de o ofertante aumentar o valor por ele proposto, caso constate o desinteresse dos destinatários pelo preço inicial – hipótese em que os novos preços deverão ser necessariamente estendidos aos aceitantes dos lances anteriores; e (ii) permitir a livre interferência de terceiros compradores na oferta.

4 LUIZ LEONARDO CANTIDIANO. *Direito Societário & Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1996, p. 66-67; CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO, "Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2.042-2.043.

5 Art. 12 da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

A possibilidade de elevação do preço da oferta durante o leilão é benéfica para o mercado e para os investidores, permitindo que o ofertante acompanhe o nível de adesão e habilitação dos acionistas e, em função desses fatores, aumente o preço para um patamar que propicie uma adesão maior, em benefício dos destinatários da OPA. Entretanto, na OPA para aquisição de controle, não poderá haver elevação de preço pelo ofertante durante o leilão, visto que o § 1º determina que é a ele permitido melhorar a oferta originalmente formulada, desde que o faça uma única vez, observando-se o percentual mínimo de 5% (cinco por cento), e no interregno que vai até 10 (dez) dias antes da data da expiração da oferta.

A regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários estabelece que, no caso de OPA para aquisição de controle, o ofertante somente não poderá elevar o preço no leilão caso tenha sido publicado edital ou solicitado registro de OPA para aquisição de controle concorrente<sup>6</sup>. Tal regra não se coaduna com o disposto no § 1º deste artigo, o qual apenas permite elevações de preço da oferta até, no máximo, 10 (dez) dias antes do término do seu prazo. Ou seja, durante o leilão não será possível que o ofertante eleve o preço da oferta, ainda que exista oferta concorrente. Nesse caso, nem o ofertante original nem o concorrente poderão aumentar o preço no leilão.

Tendo em vista que a interferência de terceiros compradores no leilão da OPA pode vir a tumultuá-lo, abrindo caminho para que alguém apareça repentinamente no momento de sua realização, em prejuízo do ofertante, que não teria tempo hábil para preparar uma estratégia a respeito, a Comissão de Valores Mobiliários determina algumas limitações a essa possibilidade. Assim, o terceiro interessado terá que divulgar ao mercado, com 10 (dez) dias de antecedência, que tem interesse de interferir no leilão<sup>7</sup>. Ademais, nos casos de

6 Art. 12, § 7º, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

7 Art. 12, § 4º, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.



OPA para aquisição de controle, as interferências compradoras só poderão ocorrer se tiverem por objeto o lote total de ações.

A OPA poderá ser efetivada por meio alternativo ao leilão caso a Comissão de Valores Mobiliários o autorize, a requerimento do ofertante.

O leilão da OPA deverá ser realizado no prazo mínimo de 30 (trinta) e máximo de 45 (quarenta e cinco) dias, contados da data da publicação do edital. Tal prazo visa a conferir aos acionistas da companhia objeto tempo suficiente para conhecer e analisar as condições propostas e, conseqüentemente, decidir quanto à aceitação ou não da OPA<sup>8</sup>.

#### 4. RESULTADO DA OFERTA

Findo o prazo da oferta, nos termos do § 2º, a instituição financeira intermediária participante da operação comunicará o resultado à Comissão de Valores Mobiliários e, mediante publicação na imprensa, aos aceitantes.

Diversas são as possibilidades de resultados da oferta após o término do prazo de aceitação. Se a quantidade mínima de ações que o ofertante tiver se proposto a adquirir for alcançada, cabe-lhe, uma vez feitas as comunicações à Comissão de Valores Mobiliários e aos aceitantes, dar prosseguimento à operação, consoante o estipulado no instrumento de oferta. Por outro lado, se a quantidade mínima não for alcançada, a operação não se realiza, fazendo-se, de qualquer forma, a comunicação à Comissão de Valores Mobiliários e aos aceitantes. Na hipótese de a quantidade de aceitações ultrapassar o número máximo de ações que o ofertante tenha manifestado interesse em adquirir, deverá ser realizado rateio entre tais aceitantes, na forma previamente informada no edital da OPA (artigo 258, inciso III).

<sup>8</sup> Art. 12, § 1º, da Instrução CVM nº 361/2002.

Tendo em vista o princípio do tratamento equitativo entre os destinatários da oferta, o rateio deve ocorrer em todos os casos de OPA parcial e sempre que houver excesso de ordens de venda de ações em relação à quantidade máxima de ações visada pelo ofertante, de acordo com o § 3º.

#### OFERTA CONCORRENTE

**“Art. 262. A existência de oferta pública em curso não impede oferta concorrente, desde que observadas as normas desta Seção.**

**§ 1º A publicação de oferta concorrente torna nulas as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação de oferta anterior.**

**§ 2º É facultado ao primeiro ofertante prorrogar o prazo de sua oferta até fazê-lo coincidir com o da oferta concorrente.”**

A existência de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) em curso não impede oferta concorrente – que é aquela formulada por um terceiro e que tenha por objeto ações abrangidas por oferta pública de aquisição cujo edital já tenha sido publicado –, desde que observadas as normas sobre oferta pública para aquisição de controle<sup>1</sup>. Assim, a oferta concorrente deve observar os requisitos constantes dos artigos 257 a 263 da Lei das S.A., que impõem sua irrevogabilidade, a necessidade de intermediação da operação por instituição financeira, o registro na Comissão de Valores Mobiliários, no caso de oferta de permuta, a veiculação do seu instrumento na imprensa, etc.

<sup>9</sup> Art. 4º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

<sup>1</sup> Art. 13 da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.



A OPA concorrente deverá ser lançada, ou ter o respectivo registro solicitado, até 10 (dez) dias antes da data prevista para a realização do leilão da OPA com que concorrer<sup>2</sup>. Adicionalmente, deverá ser lançada por preço, no mínimo, 5% (cinco por cento) superior<sup>3</sup>, e o seu lançamento torna sem efeito as manifestações que já tenham sido firmadas em relação à aceitação da OPA anterior, de acordo com o § 1º deste artigo.

O objetivo do § 1º é possibilitar que os eventuais aceitantes da oferta original possam se liberar do compromisso que assumiram quando aceitaram a primeira oferta, avaliando se têm interesse em aderir alternativamente à segunda.

Conforme o § 2º, é facultado ao primeiro ofertante, em caso de publicação de oferta concorrente, prorrogar o prazo de sua oferta até fazê-lo coincidir com o da oferta concorrente.

Na hipótese de OPA concorrente, a Comissão de Valores Mobiliários poderá: (i) adiar a data do leilão da OPA previamente lançada; (ii) estabelecer um prazo máximo para apresentação e aceitação de propostas finais de todos os ofertantes; ou (iii) determinar a realização de um leilão conjunto, fixando a data, hora e as regras para sua realização. Nesta última hipótese, a prerrogativa poderá ser delegada à Bolsa de Valores ou à entidade de balcão organizado em que o leilão deva se realizar<sup>4-5</sup>.

Em regra, uma vez lançada uma OPA concorrente, será lícito tanto ao ofertante inicial quanto ao concorrente aumentar o preço de suas ofertas tantas vezes quantas julgarem conveniente, desde

que sejam observadas as normas da Comissão de Valores Mobiliários, que disciplinam as situações de modificação da oferta<sup>6-7</sup>. Tal possibilidade de diversos aumentos de preço não se aplica, contudo, às ofertas públicas para aquisição de controle, visto que o artigo 261, § 1º, somente admite a melhoria das condições da oferta uma única vez e até no máximo 10 (dez) dias antes da data da expiração.

Com efeito, se for apresentada uma oferta concorrente, o ofertante inicial terá o direito de melhorar as condições da sua oferta mesmo que ele já tenha se utilizado da faculdade prevista no artigo 261, § 1º. Neste caso, entretanto, deverá ser observado o prazo máximo de 10 (dez) dias antes do término do prazo da oferta, o qual poderá ser prorrogado pelo ofertante original a fim de que coincida com o prazo da oferta concorrente, nos termos do § 2º.

Esta é a única interpretação que permite que o primeiro ofertante concorra em igualdade de condições com o segundo. Dessa forma, cada um deles terá a oportunidade de se manifestar uma vez diante da proposta do outro.

Diante da oferta concorrente, o ofertante original somente poderá melhorar sua oferta uma única vez. O ofertante concorrente, a seu turno, não poderá fazê-lo. O objetivo da Lei das S.A., ao permitir a melhoria da oferta, foi o de colocar ambos os ofertantes em situação de igualdade de competição, garantindo a cada um formular sua proposta final com o conhecimento da proposta adversária<sup>8</sup>.

2 Sobre o procedimento de leilão, ver os comentários ao art. 261 da Lei das S.A.  
3 Art. 13, § 3º, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

4 Art. 13-A da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

5 Sobre o procedimento da oferta, ver os comentários ao art. 261 da Lei das S.A.

6 Art. 13, § 5º, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

7 A propósito, ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A.

8 LUIZ LEONARDO CANTIDIANO. *Direito Societário & Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1996, p. 66-67; CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO, "Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2.042-2.043.



## NEGOCIAÇÃO DURANTE A OFERTA

**“Art. 263. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas que disciplinem a negociação das ações objeto da oferta durante o seu prazo.”**

## 1. RESTRIÇÕES À NEGOCIAÇÃO

A decisão do acionista quanto à aceitação da OPA reflete, em princípio, sua avaliação sobre o preço nela oferecido. Na prática, porém, existem outros fatores que podem influenciar indevidamente essa decisão, pressionando o acionista a alienar suas ações ainda que considere que o preço praticado na OPA é insuficiente.

Essa pressão decorre notadamente do fato de que o resultado da oferta pode, em determinadas situações, afetar negativamente o valor das ações que não tenham sido alienadas na OPA. O acionista, para evitar tal impacto negativo sobre suas ações, sente-se, então, pressionado a vendê-las. A Comissão de Valores Mobiliários, ao regular a matéria, estabeleceu vedações e restrições que procuram minimizar tais problemas<sup>1</sup>. Algumas dessas restrições referem-se à aquisição e alienação de valores mobiliários de emissão da companhia objeto no curso da OPA, isto é, entre a data da publicação do edital e a da realização do leilão<sup>2</sup>.

Tendo em vista que a cotação das ações objeto da OPA é geralmente afetada a partir do lançamento da oferta, a eventual permissão de que o ofertante venda ações a uma cotação já influenciada pela OPA lançada por ele próprio abriria espaço para manipulação de mercado. Dessa forma, o ofertante está proibido de alienar ações de emissão da companhia objeto durante o período da OPA. Ade-

mais, também está proibido de adquirir ações da mesma espécie e classe das ações objeto no curso de uma OPA parcial, isto é, que não tenha por fim a totalidade das ações daquela espécie ou classe em circulação no mercado. A possibilidade de aquisição de ações objeto pelo ofertante durante o curso de uma OPA parcial feriria a regra do rateio e, portanto, tornaria a OPA coercitiva<sup>3</sup>. Por esse motivo, a Comissão de Valores Mobiliários expressamente veda a aquisição de ações no curso da OPA parcial<sup>4</sup>.

Para os casos de OPA não parcial, entretanto, a aquisição de ações durante o seu curso é permitida, desde que a OPA não seja efetuada por preço inferior ao que tenha sido pago pelo ofertante em qualquer aquisição realizada no curso da oferta. A possibilidade de o ofertante adquirir ações a preço superior ao da OPA sem estendê-lo aos destinatários da oferta violaria a regra do tratamento equitativo<sup>5</sup>.

O ofertante não pode realizar operações com derivativos referenciados em ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA durante o período da oferta. Em princípio, nos contratos com derivativos, a quantidade de valores mobiliários subjacentes envolvidos, o preço, a data e o modo de liquidação, dentre outras características, podem ser livremente ajustados pelas partes. No curso de uma OPA, porém, essa flexibilidade poderia ter 2 (dois) efeitos adversos: (i) por um lado, ser utilizada para camuflar os

1 Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009, 487/2010 e 492/2011.

2 Ver, a propósito, o art. 15-A da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

3 Sobre o rateio, ver os comentários ao art. 261 da Lei das S.A.

4 Art. 15-A, inciso II, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

5 Nesse sentido, o art. 15-B da Instrução CVM nº 361/2002 determina que “o preço por ação da OPA não poderá ser inferior ao maior preço por ação pago pelo ofertante ou pessoas vinculadas em negócios realizados durante o período da OPA”. O parágrafo único complementa o dispositivo, estabelecendo que “caso o ofertante ou pessoas vinculadas adquiram ações após a publicação do edital por preço superior ao preço ofertado, o ofertante deverá, dentro de 24 (vinte e quatro) horas, aumentar o preço da OPA, mediante modificação do respectivo instrumento”.



movimentos do ofertante; e (ii) por outro, tornar excessivamente complexa a fiscalização de outras regras pela Comissão de Valores Mobiliários, como, por exemplo, a vedação de que o ofertante compre ações por preço superior ao da OPA sem estender esse mesmo preço a todos os destinatários da oferta.

A instituição financeira que for contratada para garantir a oferta, nos termos do artigo 257, bem como as pessoas a ela vinculadas que atuem no mercado financeiro, não podem negociar com valores mobiliários de emissão da companhia objeto, ou a eles relativos, exceto nas seguintes hipóteses: (i) negociação por conta e ordem de terceiros; (ii) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários; (iii) operações destinadas a proteger posições assumidas em *total return swaps* contratados com terceiros; (iv) operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários em vigor; ou (v) administração discricionária de carteira de terceiros<sup>6</sup>.

## 2. DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

No âmbito de uma OPA para aquisição de controle, o acompanhamento da evolução da base acionária da companhia é relevante para todos os interessados, razão pela qual a Comissão de Valores Mobiliários exige a divulgação de uma série de informações com esse propósito<sup>7</sup>.

Dentro de 3 (três) dias úteis contados da data da publicação do edital de OPA para aquisição de controle, a companhia objeto deverá fornecer uma série de informações ao mercado, tais como número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia

objeto detidos por ela própria, pelos administradores e por pessoas vinculadas a ela e aos administradores. Essas informações também devem ser prestadas com relação a valores mobiliários tomados ou concedidos em empréstimo, à exposição em derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto e a quaisquer contratos, pré-contratos, opções, cartas de intenção ou atos jurídicos em vigor dispendo sobre a aquisição ou alienação de valores mobiliários envolvendo a própria companhia ou seus administradores ou pessoas vinculadas.

Também deve ser divulgada a descrição e a análise de eventuais consequências econômicas da OPA para os administradores da companhia objeto, incluindo, dentre outros, pagamentos extraordinários e vencimento antecipado de opções de compra de ações.

Adicionalmente, a companhia objeto deve divulgar a posição detida por ela própria e por pessoas a ela vinculadas e por seus administradores ou pessoas vinculadas em valores mobiliários de emissão do ofertante.

Durante o período da OPA para aquisição de controle, o ofertante e pessoas vinculadas deverão comunicar ao mercado: (i) os negócios realizados, direta ou indiretamente, com valores mobiliários de emissão da companhia objeto, informando as datas em que ocorreram, o tipo, espécie, classe e quantidade negociadas, agrupados por data, bem como o preço médio em cada data de negociação; (ii) a celebração de contrato, pré contrato, opção, carta de intenção ou qualquer outro ato jurídico que disponha sobre a aquisição ou alienação de valores mobiliários de emissão da companhia objeto, informando a quantidade de valores mobiliários e descrevendo o preço e demais termos e condições de cada ato jurídico; e (iii) a celebração de contrato, pré-contrato, opção, carta de intenção ou qualquer outro ato jurídico com a companhia objeto, seus administradores ou acionistas titulares de ações representando mais de 5% (cinco por cento) das ações objeto da OPA, ou com qualquer pessoa vinculada às pessoas acima. Tais obrigações aplicam-se também: (i)

6 Art. 7º, § 7º, da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.

7 Art. 32-C da Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 487/2010.