GUILHERME MELCHIOR DA SILVA FRANCO

OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES OBRIGATÓRIAS: FUNÇÕES E DISFUNÇÕES

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Dra. Juliana Krueger Pela

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO

2020

GUILHERME MELCHIOR DA SILVA FRANCO

OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES OBRIGATÓRIAS: FUNÇÕES E DISFUNÇÕES

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob orientação da Professora Dra. Juliana Krueger Pela.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO

2020

FRANCO, Guilherme Melchior da Silva. **Ofertas Públicas de Aquisição de Ações Obrigatórias**: Funções e Disfunções. 2020. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

Dissertação de mestrado depositada como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Direito Comercial pelo Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, desenvolvida sob orientação da Professora Dra. Juliana Krueger Pela.

Aprovado em: _____

Banca Examinadora

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Aos meus pais,
pelo apoio incondicional.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, inicialmente, à minha orientadora, Profa. Dra. Juliana Krueger Pela, pelo voto de confiança ao me aceitar como orientando e pela atenção de que sempre dispus. Seu exemplo de dedicação acadêmica e todo o encorajamento que me deu ao longo do mestrado foram indispensáveis para a conclusão deste trabalho.

Esta dissertação contém algumas digitais bastante evidentes ao longo de suas páginas. Elas decorrem de impressões que colhi durante minha banca de qualificação, de conversas e, em alguns casos, da convivência diária ou esporádica. A Otavio Yazbek, Thiago Tannous, Luciana Dias e ao Prof. José Eduardo Faria, agradeço a atenção que me deram e as discussões que muito contribuíram para a elaboração deste trabalho. Agradeço ainda ao Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro a sua generosidade ao me deixar participar de discussões acaloradas e interessantíssimas em seu grupo de estudos.

Desde que comecei a me interessar pelo objeto desta dissertação, tive a sorte de estar cercado por pessoas inspiradoras. Algumas inquietações sobre o tema surgiram enquanto estagiava em Trindade Sociedade de Advogados, um lugar intelectualmente estimulante e composto por pessoas que me servem de exemplo até hoje. Outras, e talvez algumas respostas, apareceram durante o período em que trabalhei com Otavio Yazbek, Marina Copola, Gustavo Gonzalez, João Paulo Godoy, Lucas Santanna, Isabel Mirandez, Pedro Brigagão, Maria Antonia Eiras, Rafaela Lacaz e Julia Carmagniani, a quem agradeço pelo apoio durante o mestrado, pelos ensinamentos diários, pela alegria no convívio e pela amizade. Agradeço, especialmente, os queridos amigos Isabel Mirandez, João Maion e Pedro Brigagão pela ajuda, pela paciência na revisão deste trabalho e pelos importantes comentários que fizeram.

Durante os últimos meses de elaboração desta dissertação, tive a oportunidade de olhar para a regulação do mercado de capitais por um outro ângulo, o que colocou algumas discussões sob nova uma perspectiva. Agradeço ao Marcelo Barbosa a confiança e a chance que me deu de ver os problemas pela lente do regulador, e a todos que me acolheram no Rio de Janeiro nesses últimos meses.

Por fim, agradeço aos meus pais, Rubens e Regina, a quem dedico esta dissertação, e ao meu irmão, Matheus, por todo o apoio que sempre me deram.

RESUMO

FRANCO, Guilherme Melchior da Silva. **Ofertas Públicas de Aquisição de Ações Obrigatórias:** Funções e Disfunções. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

As ofertas públicas de aquisição de ações (OPA) são instrumentos regulatórios criados para solucionar determinadas falhas de mercado, sobretudo ante situações que podem gerar rupturas relevantes na estrutura da companhia. Elas impõem, no entanto, artificialidades no funcionamento do mercado e custos significativos ao ofertante. Diante disso, uma análise acerca da capacidade desses instrumentos de atingirem os fins que se propõem é essencial para sustentar sua adequação e, conforme o caso, propor mudanças legais e regulamentares. Esta dissertação pretende identificar as finalidades (as *funções*) de cada uma das OPAs obrigatórias e avaliar se a estrutura de cada uma delas é adequada para atingir seus fins ou se há distorções que impedem o seu atendimento (as *disfunções*). A OPA para cancelamento de registro é a única que parece alcançar, de forma satisfatória, suas finalidades, criando obstáculos que dificultam o fechamento de capital (garantindo proteções econômica e políticas aos acionistas minoritários), mas não inviabilizam uma operação que pode ser realizada no interesse da companhia. A OPA por aumento de participação, embora coíba o "fechamento branco de capital", é incapaz de tutelar o bem jurídico que, em última análise, se propõe a proteger: a liquidez das ações remanescentes em circulação. Isso porque os meios empregados pela Lei das S.A. para aferir o impedimento de liquidez não são adequados para avaliar esse atributo. A OPA por alienação de controle é mais um exemplo de disfuncionalidade, uma vez que sua estrutura contém regras que contradizem suas premissas e inviabilizam o pleno atendimento de seus fins. Ao final, são apresentadas as conclusões relativas às análises de cada uma das OPAs obrigatórias.

Palavras chave: OPAs obrigatórias. Oferta Pública de Aquisição de Ações. Companhias abertas. Mercado de capitais.

ABSTRACT

FRANCO, Guilherme Melchior da Silva. **Mandatory Tender Offers:** Functions and Dysfunctions. Dissertation (Master) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

Mandatory tender offers (MTO) are regulatory instruments conceived to solve some market failures, especially in situations capable of generating relevant disruptions in the company's structure. They create, however, artificialities in the market functioning and significant costs to the offeror. Considering these assumptions, an analysis regarding this instruments' capacity to achieve their purposes is essential to justify their suitability and, as appropriate, changes in their legal and regulatory framework. This dissertation aims to identify the purposes (*functions*) of each one of the MTOs and evaluate if their structures are suitable to fulfill their goals or if there are distortions that prevent such outcomes (*dysfunctions*). The MTO regarding the voluntarily deregister as a publicly-held company is the only one that successfully fulfills its purpose, building obstacles that hamper going-private transactions (ensuring economic and political protections to the minority shareholders), although this MTO does not hinder transactions that may be accordingly to the companies' interest. The MTO due to interest increase, notwithstanding the fact that it suppresses "cold delisting" transactions, fails to protect what it intends to safeguard: the liquidity of the remaining shares in the free float. Such failure emerges from the inadequate criterion set forth in the Brazilian Corporate Law to assess a liquidity obstruction in company's shares. The MTO due to control alienation (tag along) is another example of dysfunctionality, since its structure contains provisions that contradict its premises and damages the fulfillment of its purpose. Finally, this paper presents the conclusions regarding the analysis of each MTO.

Keywords: Mandatory Tender Offers. Tender Offers. Publicly-held companies. Capital Market.

SUMÁRIO

RESUMO **1**

ABSTRACT **2**

1. INTRODUÇÃO **6**

1.1. AS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES COMO INSTRUMENTOS REGULATÓRIOS 6

1.1.1. A insuficiência da estrutura de mercado e as soluções impostas pela regulamentação 6

1.1.2. Definição da estratégia regulatória: análise de meios e fins 10

1.2. DELIMITAÇÃO DO TEMA 14

1.2.1. OPAs obrigatórias 14

1.2.2. As funções e disfunções e suas implicações no objeto de estudo 16

1.3. ESTRTUTURA DA DISSERTAÇÃO 17

2. OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA **18**

2.1. O FECHAMENTO DE CAPITAL E SUAS IMPLICAÇÕES 18

2.1.1. O regime jurídico das companhias abertas 18

2.1.2. Razões determinantes para o fechamento de capital 21

2.2. O PROCEDIMENTO DA OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO 24

2.2.1. Aspectos históricos: o regime anterior à Lei nº 10.303/2001 24

2.2.1.1. Competência da CVM para criar regras para o cancelamento de registro 24

2.2.1.2. As premissas da OPA para cancelamento de registro 25

2.2.1.3. Proteções de natureza econômica 26

2.2.1.4. Proteções de natureza política 28

2.2.1.5. Instrução CVM nº 345/2000 30

2.2.2. As inovações trazidas pela Lei nº 10.303/2001 30

2.2.3. A Instrução CVM nº 361/2002 34

2.2.3.1. O quórum de aceitação e o conceito de ações em circulação 34

2.2.3.1.1. Possibilidade de inversão do quórum 37

2.2.3.1.2. Única ação em circulação 38

2.2.3.2. O limite de 1/3 das ações em circulação 40

2.2.3.3. Proteções posteriores à liquidação da OPA 41

2.3. A FUNCIONALIDADE DA OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO 42

3. A OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO 46
3.1. A CRIAÇÃO DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO 46
3.1.1. O "fechamento branco de capital" e a OPA por aumento de participação 46
3.1.2. Um caso paradigmático 48
3.1.3. A resposta da CVM: a Instrução CVM nº 299/1999 e seus desdobramentos 50
3.1.3.1. A discussão sobre a legalidade da solução regulamentar 53
3.1.4. A Lei das S.A. e a Instrução CVM nº 361/2000 55
3.1.4.1. O atual procedimento da OPA por aumento de participação 57
3.1.5. A função e os efeitos da OPA por aumento de participação 58
3.2. A INCIDÊNCIA DA OPA E SEUS PROBLEMAS 59
3.2.1. Os requisitos previstos no art. 4º, §6º, da Lei das S.A. 59
3.2.1.1. O acionista controlador ou a sociedade controladora 59
3.2.1.1.1. Controle minoritário 60
3.2.1.1.2. Controle compartilhado 61
3.2.1.2. Aquisição de ações, pelo acionista controlador, que eleve sua participação ... 62
3.2.1.3. Porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes 65
3.2.2. A primeira hipótese de incidência: art. 26, *caput*, Instrução CVM nº 361/2002 66
3.2.2.1. O problema da base de cálculo 69
3.2.2.1.1. O conceito de ações em circulação e suas consequências 69
3.2.2.1.2. A base de cálculo fixa e suas consequências 70
3.2.2.1.3. A fórmula do Caso Suzano 72
3.2.2.2. Segmentos especiais de listagem: *free float* mínimo 74
3.2.2.2.1. Descompasso com a Instrução CVM nº 361/2002 75
3.2.3. A segunda hipótese de incidência: art. 26, §1º, Instrução CVM nº 361/2002 76
3.2.4. O §6º do art. 26: OPA seguida de OPA? 78
3.2.5. Uma hipótese específica: o art. 37, §2º, Instrução CVM nº 361/2002 81
3.2.5.1. A relação entre o art. 37, §2º, e o art. 26, §6º 82
3.2.5.1.1. Um terceiro caso: a aquisição de mais de 2/3 das ações em circulação 83
3.3. O PROCEDIMENTO DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO E SEUS EQUÍVOCOS 85
3.3.1. A regra de 1/3-2/3 na OPA por aumento de participação 85
3.3.1.1. O Caso Gerdau e a Instrução CVM nº 616/2019 87
3.3.2. O procedimento alternativo da OPA por aumento de participação 90
3.4. AS DISFUNÇÕES DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO 94

4. A OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE 96

4.1. HISTÓRICO LEGISLATIVO: ENTRE IDAS E VINDAS 96

4.1.1. O anteprojeto da Lei das S.A. e o art. 254 96

4.1.2. A revogação do art. 254 e seus efeitos 99

4.1.3. O retorno da OPA por alienação de controle na legislação brasileira e suas inovações 101

4.1.3.1. A OPA por alienação de controle nas regras do Novo Mercado 105

4.2. A FINALIDADE DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE 107

4.2.1. Estratégias de regulação da aquisição do controle em companhias com acionista controlador 107

4.2.1.1. A titularidade do prêmio de controle 110

4.2.1.2. Balizadores para a escolha do modelo regulatório aplicável às alienações de controle acionário 113

4.2.2. A opção da Lei das S.A.: proteção dos acionistas minoritários 114

4.2.2.1. Alienação de controle sem ágio: esvaziamento da justificativa para a OPA? 117

4.2.2.2. A contradição criada pela lei: exclusão das ações sem direito a voto 121

4.3. O FATO GERADOR DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE E SUAS CONSEQUÊNCIAS 123

4.3.1. Alienação de controle para fins do art. 254-A 123

4.3.1.1. Controle minoritário e o art. 254-A 127

4.3.1.2. Possíveis alternativas para a incidência do art. 254-A e seus potenciais efeitos 133

4.3.1.2.1. Substituição do conceito de "alienação do controle" por "aquisição de controle" 133

4.3.1.2.2. Definição de percentual fixo para a incidência da OPA por alienação de controle 134

4.3.2. Controle conjunto e operações envolvendo o grupo de controle 135

4.3.3. Alienação indireta de controle e as dificuldades inerentes ao cálculo do preço da oferta ... 138

4.4. AS FUNÇÕES E DISFUNÇÕES DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE 147

5. SÍNTESE CONCLUSIVA 149

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 153

1. INTRODUÇÃO

1.1. AS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES COMO INSTRUMENTOS REGULATÓRIOS

1.1.1. A insuficiência da estrutura de mercado e as soluções impostas pela regulamentação

O modelo econômico clássico assume que os agentes, agindo de forma racional e individual, com a finalidade de maximizar o seu bem-estar, são capazes de alocar os recursos de forma eficiente por meio do mercado – sobretudo pelo *sistema de preços*.

No entanto, nem sempre as relações no mercado se dão de forma equilibrada. Suas condições estruturais[1] podem gerar distorções[2], tendo em vista a existência de falhas que comprometem o seu funcionamento eficiente (no sentido paretiano[3] do termo)[4] – são as chamadas *falhas de mercado*.[5] Nesses casos, os agentes são incapazes de se autorregular de forma adequada, dando lugar a abusos de suas posições econômicas e de poder de mercado.[6] Problemas dessa natureza mostraram que o Estado mínimo, típico do modelo liberal, era incapaz de lidar com a complexidade das demandas sociais modernas.

O aumento do Estado e seu intervencionismo, por outro lado, tampouco deu provas de ser plenamente satisfatório,[7] fazendo com que surgisse uma linha de pensamento que deu

---

[1] Para uma breve categorização dessas falhas estruturais, cf. BRYER *et. al*. (2006, p. 4 e ss.).
[2] O exemplo típico para demonstrar a existência de falhas dessa natureza é o célebre trabalho de George Akerlof (1970).
[3] Para a teoria econômica, uma situação é ótima no sentido de Pareto senão for possível melhorar a situação de um indivíduo sem piorar a situação de qualquer outro agente econômico.
[4] Como destaca Rachel Sztajn, ao citar Coase e sua teoria dos custos de transação, "nem sempre as pessoas, negociando livremente, conseguem atingir o melhor resultado, justificando-se, pois, a intervenção do Estado na fixação de regras que produzem tal efeito. Distanciando-se dos adeptos da idéia de que mercados oferecem soluções para as inter-relações humanas, o economista admite que em muitas circunstâncias o mercado não é eficiente na alocação de diretos e deveres" (SZTAJN, 2004, p. 136).
[5] Bator define falhas de mercado como "*the failure of a more or less idealized system of price-market institutions to sustain "desirable" activities or to estop "undesirable" activities.' The desirability of an activity, in turn, is evaluated relative to the solution values of some explicit or implied maximum-welfare problem*" (BATOR, 1958, p. 351). Sztajn, por sua vez, aponta que "nada obstante sejam criações do direito, mercados padecem de defeitos, as denominadas falhas de mercado. Condutas ou estruturas de organizações econômicas levam a falhas de mercado que precisam ser corrigidas para aproximá-las, no que concerne à produção de efeitos, do modelo econômico do mercado de concorrência perfeita" (SZTAJN, 2004, p. 137).
[6] De acordo com Luciana Dias: "ficou demonstrada, de forma cabal, a incapacidade de auto-regulação de certos mercados que por sua própria dinâmica geram núcleos de poder (agentes com grande capacidade de determinar o conteúdo ou a forma das relações econômicas), degenerando o modelo laboratorial inicialmente desenhado. Via de regra, esses nichos de poder, livres de qualquer controle, prejudicam não só o equilíbrio das relações entre agentes e consumidores, mas, sobretudo, a dinâmica do próprio mercado" (DIAS. 2005, p. 90).
[7] Cf., exemplificativamente, Stiegler; Friedland (1962).

origem ao modelo neoliberal.[8] Embora admita certa atuação estatal na economia, esse modelo limita a interferência econômica do Estado à correção das imperfeições de mercado, onde ele não é capaz de se autorregular (DIAS, 2005, p. 91) – retornando o foco, portanto, às falhas de mercado.[9]

Com efeito, para a corrente liberal e neoliberal, tais falhas fundamentam a regulamentação de determinadas atividades, como é o caso do mercado de valores mobiliários,[10] e justificam a criação de infraestrutura que o mercado não provê (YAZBEK, 2009, p. 33).[11] Nesse sentido, a regulação é uma forma de intervenção estatal, que, pela sua própria natureza, é capaz de distorcer o que seria o funcionamento natural do mercado, sob o argumento de que corrigirá suas falhas.

É possível citar diversas falhas de mercado, que são tratadas por vertentes distintas do direito. No que tange à regulamentação do mercado de capitais, ela orbita sobretudo em torno de problemas associados à assimetria informacional e questões correlatas (*moral hazard*, seleção adversa e sinalização) e à relação entre principal–agente, oriunda também

---

[8] Como lembra Otavio Yazbek, ao mencionar as análises provenientes da chamada Escola de Chicago: "a regulação estatal tendia a trazer custos ainda maiores do que aqueles males que se pretendia evitar, contrapondo-se, então, *market failures* a *government failures*. Presumivelmente, ante essas novas falhas caia por terra o argumento típico da regulação, passando a vê-la, muito mais, como fruto das pressões de grupos de interesses ou como decorrentes da necessidade de autopreservação de políticas e de burocratas. As falhas de mercado passaram, dessa forma, a ser consideradas mais justificadas do que propriamente situações reais que demandavam a intervenção estatal" (YAZBEK, 2009, p. 35). Demsetz, por exemplo, foi enfático ao declarer que: "*It is my belief that the rivalry of the open market place disciplines more effectively than do the regulatory processes of the commission. If the managements of utility companies doubt this belief, I suggest that they re-examine the history of their industry to discover just who it was that provided most of the force behind the regulatory movement*" (1968, p. 65).

[9] Como pontua Julya Wellisch "[a] Escola [de Chicago] não nega, contudo, a existência de falhas de mercado; ela apenas diverge quanto à forma de tratamento ou de correções dessas falhas. Nada obstante, e embora não se possa deixar de reconhecer os efeitos e custos não intencionais da regulação estatal, os quais precisam ser objeto de análise e tratamento, o fato é que, empiricamente e notadamente após a crise financeira mundial, a regulação pública ainda se fundamenta e legitima a partir das distorções e insuficiências do sistema de mercado ou, simplesmente, a partir das 'falhas de mercado'" (WELLISCH, 2018, p. 39). No mesmo sentido, Segundo Luciana Dias, "economistas e operadores do direito têm-se baseado em análises empíricas das falhas do mercado, para identificar os elementos que justifiquem a intervenção em cada setor e, por meio desses elementos, definir o papel e o objetivo da regulação em cada mercado" (DIAS, 2005, p. 92).

[10] Vale lembrar a existência de críticas em relação à atuação do Estado para regular as falhas de mercado, como assinala Yazbek (2009, p. 35-36). Ainda assim, destaca o autor, a partir de uma perspectiva empírica, a regulação "procura tratar das dificuldades para a consecução de soluções eficientes pelo sistema de mercado, legitimando-se, de fato, a partir das distorções e insuficiências de tal sistema – a partir das falhas de mercado" (YAZBEK, 2009, p. 36).

[11] Há, entretanto, quem fundamente a regulação do Estado na economia a partir do conceito de interesse público. No entanto, como destaca Luciana Dias, "os princípios estabelecidos pelos neoliberais têm sido importante prumo para a atuação do Estado na economia, tanto em nível nacional como internacional. Via de regra, na prática, a racionalização econômica da regulação (em especial no mercado de valores mobiliários, objeto de nossa dissertação) surgiu com a percepção de falhas no mercado, geralmente, bem pouco sutis" (DIAS, 2005, 92), razão pela qual este modelo será adotado como premissa nesta dissertação.

da separação entre controle e propriedade do capital.[12] Para lidar com essas falhas, a regulação se fundamenta, tipicamente, em regras de conduta e de cunho informacional (princípio do *full disclosure*), tendo como premissa o fato de que a informação reduz a insegurança dos agentes.[13]

As companhias abertas, ao se apoiarem em mecanismos de captação de recursos via mercado, se inserem nessa lógica – o que, inclusive, justifica o seu regime jurídico diferenciado[14] e o fato de seu regramento ultrapassar o campo do direito societário, alcançando a disciplina do mercado de valores mobiliários e sua regulamentação.

Por conta do apelo à poupança popular, suas estruturas se tornam mais complexas. Elas passam, assim, a congregar interesses de diversos tipos de prestadores de recursos que, não raro, se contrapõem. Daí decorrem aquelas falhas de mercado mencionadas anteriormente, conflitos de interesses e problemas de agência, imbricados com questões de assimetria informacional (YAZBEK, 2014, p. 118), que são, como visto, predominantemente solucionadas pelo regime de *disclosure*.

A vantagem da regulação via divulgação de informações é sua menor intromissão nas estruturas de mercado e, se bem aplicada, auxilia no processo de formação de preço dos ativos.[15] No universo das companhias abertas, ele impõe, evidentemente, algumas restrições de direitos, como a alienação de ativos quando em posse de informação privilegiada (*insider trading*), a vedação à negociação de títulos de emissão da companhia pelos seus administradores durante determinados períodos etc. Mas, ainda assim, não gera uma intervenção direta no mérito das relações negociais e nos procedimentos internos das companhias (YAZBEK, 2014, p. 124).

---

[12] Para uma análise desses temas à luz das falhas que produzem no mercado, cf. Yazbek (2009, p. 37-43).

[13] Para uma análise aprofundada do regime de divulgação obrigatória de informações como pilar da regulação do mercado de capitais, cf. Pitta (2013, p. 86 e ss.). Outras ferramentas de regulação do mercado de capitais são o controle de acesso e permanência (DIAS, 2004, p. 101-104) e os mecanismos de governança corporativa (cf., neste sentido, DIAS, 2004, p. 104-111; YAZBEK, 2014, p. 122-124).

[14] Como será analisado na seção 2.1.1 desta dissertação.

[15] Como destaca Luciana Dias: "pode-se dizer que a qualidade e a quantidade de informações sobre um determinado valor mobiliário traduzem-se em seu preço. Com efeito, quanto menos informação tiver, menor o preço que o investidor (consumidor) estará disposto a pagar, porque maior será o seu risco em relação ao bem que compra. Esse risco decorre do fato de que, em um mercado de valores mobiliários sem níveis de informação adequados, os bons valores mobiliários não se diferenciam dos valores mobiliários ruins. Os investidores, portanto, no momento de calcular o preço de um determinado título, abaterão do valor a possibilidade de a informação sobre ele não ser precisa. Além disso, quanto piores as regras de transparência de um determinado mercado, menos precisas serão as avaliações das empresas que participam daquele mercado, ainda que referidas empresas se disponham a fornecer informações suficientes e necessárias para uma melhor avaliação dos títulos (produtos) que oferecem" (DIAS, 2005, p. 100).

Ocorre que a divulgação de informações não é capaz de sanar todos os tipos de falhas de mercado.[16] Falhas, por exemplo, que vão além das assimetrias informacionais dificilmente poderiam ser resolvidas pela imposição de regras de cunho informacional. Do mesmo modo, a regulação de condutas também é incapaz de lidar com diversos problemas relacionados ao mercado de capitais, especialmente ante sua complexificação.[17]

Além disso, determinadas situações podem gerar rupturas relevantes no mercado, a ponto de justificar procedimentos que excepcionam, de forma mais acentuada, sua dinâmica típica. É o caso das ofertas públicas de aquisição de ações (OPA) (YAZBEK, 2014, p. 121).

As OPAs oferecem uma *saída de liquidez* dos títulos detidos por investidores de mercado em *situações de alterações relevantes na estrutura da companhia* emissora das ações (YAZBEK, 2014, p. 127), garantindo a todos os acionistas de uma companhia aberta a possibilidade de alienarem as ações de emissão desta companhia em igualdade de condições. Ou seja, elas procuram, ainda que de maneira artificial, *mimetizar a estrutura de mercado, e seu sistema de preços*, e, desta forma, sanar determinadas falhas.

Cada uma dessas situações, bem como suas premissas e pressupostos teóricos, serão analisadas de forma detalhada oportunamente. De toda forma, vale destacar, neste momento, como as OPAs obrigatórias surgem ante situações de falhas no funcionamento de mercado (que, geram, inclusive, forte distorção no processo de formação de preços) e representam uma medida excepcional para sua correção – e que não deixa de ser, justamente por isso, uma artificialidade.

Com o fechamento de capital, a companhia perde acesso ao mercado e sua estrutura, que favorece a circulação do ativo. A OPA para cancelamento de registro cria uma oportunidade para os acionistas minoritários aproveitarem a liquidez provida pela estrutura bursátil pela última vez. Sem a imposição da oferta, o fechamento de capital poderia ser demasiadamente simples e realizado à revelia do acionista minoritário, que decidiu investir em uma companhia dotada de determinadas características (entre elas, um pressuposto de

---

[16] Aliás, modelo de regulação baseado no regime informacional, mostra deficiências frente à complexidade do mercado atual. Cf., neste sentido, Schwarcz (2004) e Wellisch (2008, pp. 203 e ss.)

[17] Instrumentos financeiros mais estruturados, veículos de investimento coletivo e os processos de securitização, por exemplo, podem não encaixar perfeitamente no desenho clássico da regulação de mercado de capitais, situando-se, algumas vezes, em "zonas cinzentas" ou submetendo-se a regras inadequadas. A regulação passou, então, a lidar com outros vetores, especialmente após a crise financeira internacional de 2008, regulando áreas até então desregulamentadas. Apenas para citar um exemplo, na realidade brasileira, é possível mencionar as preocupações existentes nas Instruções CVM nº 555/2014 e nº 558/2014 com a volatilidade e risco de liquidez e o gerenciamento de riscos das carteiras dos fundos de investimento.

liquidez) e sob algumas proteções – o que incentivaria um comportamento oportunista por parte do acionista controlador.

A OPA por aumento de participação, por sua vez, assegura uma hipótese de saída a preço justo após a liquidez das ações ser prejudicada por um ato comissivo do controlador. Ao se tornar o único adquirente possível dos títulos, o acionista controlador pode distorcer o processo de formação de preço do ativo, algo que não ocorreria em condições normais de mercado (isto é, caso a ação fosse dotada de efetiva liquidez)[18].

Já OPA por alienação de controle, ao adotar a regra de tratamento igualitário (por motivos de ordem econômica e jurídica, como se verá adiante), garante aos acionistas minoritários a possibilidade de alienarem suas ações nas mesmas condições do acionista controlador, seguindo, portanto, critérios de formação de preço encontrados no mercado e, em geral, negociado entre partes independentes.

Neste contexto, as OPAs são ferramentas para a implementação de determinadas estratégias regulatórias em situações de falhas na estrutura de mercado, que não podem ser solucionadas por meio da regulamentação tradicionalmente embasada em regras informacionais.

Não é à toa que Antonio Menezes de Cordeiro conclui que "*as OPA não surgem como uma figura essencial, no Direito mobiliário*" (CORDEIRO, 1997, p. 270). Elas possuem um caráter instrumental, são criadas e estruturadas de forma distinta em cada ordenamento, buscando tutelar interesses diferentes e solucionar problemas concretos – o que fica bastante evidente no contexto brasileiro, como se verá adiante.

1.1.2. Definição da estratégia regulatória: análise de meios e fins

A intervenção do Estado por meio da regulação pode se dar por diversas razões. No entanto, para que ela seja realizada de forma adequada, é preciso identificar a falha e o motivo específico para a intervenção em determinado mercado. Além disso, finalidades bem

[18] É interessante a comparação que a Dynamo Administração de Recursos Ltda., na "Carta Dynamo nº 28", faz entre as falhas produzidas pelo acionista controlador nessas operações com aquelas existentes em uma situação de monopólio: "[n]o caso do monopólio daquele que deseja comprar todas as ações em circulação de uma companhia da qual é proprietário, não se pode prescindir de regulamentação adequada, sob pena de se estar prescindindo também de premissas fundamentais para o funcionamento eficiente dos mercados" (disponível em: http://www.dynamo.com.br/uploads/214b4478db94d90b1087a5410540660c060c0c63.pdf. Acessado em 13.03.2020).

determinadas evitam potenciais antinomias internas na estratégia regulatória definida[19] – é, portanto, a partir da definição da finalidade da estratégia que se pode avaliar sua adequação.

Esta análise quanto à adequação de determinada estratégia regulatória é relevante porque a regulação implica a criação de uma artificialidade na estrutura de mercado que, em tese, poderia – de forma mais ou menos eficiente – se equilibrar pelo sistema de preços. No mercado acionário, por exemplo, acionistas de companhias abertas têm acesso ao mercado de bolsa, que cria um sistema de negociação bastante eficiente para a compra e venda de ativos. Assim, por ser uma artificialidade imposta pela regulamentação (que gera, portanto, externalidades), e com ainda maior vigor quando se trata da obrigatoriedade de lançar uma OPA, é legitimo se questionar se esta medida é adequada para o atendimento dos fins propostos pela norma.

Cada OPA possui uma finalidade específica, como se verá ao longo deste trabalho. De forma resumida, é possível mencionar que a OPA para cancelamento de registro procura balancear e coordenar os interesses envolvidos na operação de fechamento de capital, privilegiando a proteção dos acionistas minoritário e criando barreiras para evitar que acionistas sejam induzidos a erro ao investir em ativos com determinadas características que poderiam desaparecer por um ato do acionista controlador. Ainda assim, a oferta é estruturada de forma que não inviabilize uma operação que pode ser realizada por motivos legítimos.

A OPA por aumento de participação, por sua vez, visa coibir atos praticados pelo acionista controlador que impeçam a liquidez de mercado das ações remanescentes em circulação. Sua criação decorre de um contexto histórico específico, mas o legislador lhe conferiu uma amplitude maior do que a inicialmente prevista. Embora a OPA por aumento

[19] Neste sentido, Eduardo Munhoz, ao tratar da regulação sobre as transferências de controle acionário (em que se incluir a OPA por alienação de controle) destaca que "[o] controle da eficiência da política e da regulação pressupõe a clara definição de seu objetivo, porque, ao receberem objetivos diferentes e por vezes antinômicos, elas podem sempre ser avaliadas positivamente, a depender daquele considerado na análise de cada momento" (MUNHOZ, 2013, p. 163).

de participação iniba a prática do "fechamento branco de capital",[20] acaba tutelando também (ao menos em tese) a liquidez das ações remanescentes em circulação.

Por fim, a OPA por alienação de controle se fundamenta, historicamente, como forma de estender aos acionistas minoritários a oportunidade de sair da companhia, assim como fez o alienante, em condições mais ou menos semelhantes àquelas que foram oferecidas ao detentor do bloco de controle. Além disso, a OPA também teria a função de conferir uma saída de liquidez aos acionistas minoritários diante da alteração do quadro acionário da companhia.

No entanto, uma análise baseada apenas nas finalidades das ofertas não seria completa. Ao se inserirem na estrutura de mercado, as OPAs geram outras distorções, que podem ir além daquelas que pretendem solucionar.

Um dos problemas mais conhecidos é a criação de uma pressão para os acionistas aderirem à oferta – a chamada pressão para vender (*pressure to tender*). Nestas situações, um acionista pode aderir à oferta mesmo que entenda que o preço ofertado é inferior ao valor de sua ação, por receio do resultado da operação (BEBCHUK, 1985, p. 1696) – o sucesso do fechamento de capital da companhia, por exemplo. Diante disso, é preciso arquitetar a OPA de maneira que evite a ocorrência de novas distorções.[21]

Por este motivo, é necessário analisar, além do finalidade da oferta, sua estrutura e, a partir daí, avaliar se ela possui mecanismos aptos a lidar também com as novas distorções que cria, para atingir o seu fim de forma adequada.[22] Como se verá, há casos em que a oferta

---

[20] Ao longo desta dissertação, utilizarei o termo "fechamento branco de capital" para designar um tipo de operação específica, realizada no mercado acionário brasileiro, sobretudo após a revogação do art. 254 da Lei das S.A., na qual o acionista controlador adquiria, aos poucos, uma grande quantidade de ações em circulação da controlada, reduzindo substancialmente sua base acionária e a quantidade de ações em circulação. Como resultado, a "os papéis remanesciam residualmente na bolsa de valores e, *de fato*, a companhia tinha seu capital fechado" (SIQUEIRA, 2010, p. 176) sem, contudo, que o acionista controlador arcasse com os custos de uma OPA para cancelamento de registro. Embora o termo não seja adequado, optei por empregá-lo ao longo deste trabalho, tendo em vista sua ampla utilização pela doutrina e em precedentes da CVM para designar esse tipo de operação (cf., exemplificativamente, o Processo Administrativo CVM nº RJ2011/2817, relator diretor Henrique Machado, j. em 02.08.2016, PAS nº RJ2004/4627 relatora diretora Norma Parente, j. em 28.01.2005, Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652, relatora diretora Ana Novaes, j. em 06.112012 e IA CVM nº 05/1999, relator diretor Wladimir Castelo Branco, j. em 23.11.2000).

[21] O problema da pressão para vender é solucionado, como se verá, por meio da outorga de uma opção de venda, exercível por um período após a liquidação da oferta.

[22] Além disso, como se verá adiante, os fins estabelecidos para cada oferta nem sempre são claramente declarados. Nessas situações, eles estão implícitos nos aspectos históricos que levaram à criação da OPA, nas regras a elas aplicáveis e suas premissas – ou seja, é também por meio da análise da estrutura da OPA que é possível definir o seu fim.

não só gera novas distorções, mas distorções capazes de corromper a própria finalidade da OPA.

Ante esse quadro, esta dissertação analisa se o atual marco legal incidente sobre as OPA obrigatórias propicia o atendimento aos fins visados na criação de cada uma dessas ofertas ou se há desvios desses fins.[23] Assim, o trabalho identifica e examina as finalidades (as *funções*) de cada uma das OPAs obrigatórias e avalia se a estrutura de cada uma delas, de acordo com a legislação e a regulamentação aplicáveis, bem como a aplicação dessas regras pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), são capazes de atender aos seus fins – isto é, se a regulamentação aplicável é adequada para atender à estratégia regulatória que se pretendeu atingir.

Em determinadas situações, é possível que as normas aplicáveis às OPAs não sejam capazes de atender aos fins perseguidos durante a criação dessas ofertas, o que pode causar desvios de funções – revelando, assim, as *disfunções* das OPA.[24] Ou seja, apesar de possuírem finalidades relativamente claras, os procedimentos aplicáveis a cada uma das ofertas, podem ensejar situações nas quais a persecução desses fins se mostra prejudicada. Este problema se torna ainda mais grave na medida em que as OPA são, em geral, bastante onerosas ao ofertante e representam uma interferência direta da regulação na decisão do ofertante de adquirir ações e a que preço.

O que guiará esta dissertação é a seguinte pergunta: o atual regime aplicável às OPAs obrigatórias atende aos seus fins ou provoca desvios em relação aos seus fins? A hipótese inicial é de que, em alguns casos, o regime legal das OPAs obrigatórias cria disfunções que prejudicam (em maior ou menor medida) o atingimento de seus fins.

Esse descompasso entre meios e fins pode ser mais ou menos acentuado a depender do tipo de oferta. Por este motivo, será feita uma análise apartada para cada OPA obrigatória, em que se procurará demonstrar: **(i)** o seu fim (sua função); **(ii)** sua estrutura; **(iii)** a

---

[23] A visão do direito que se adota aqui não é reduzida à "análise das leis e códigos apenas aos seus aspectos lógicos formais". Esta dissertação, na verdade, pretende "explicar como as formas jurídicas influenciam e ao mesmo tempo são influenciadas na organização de um determinado tipo de relações de produção econômicas e políticas" (FARIA, 1987, p. 32). Neste mesmo sentido, Comparato, ao tratar das "Funções e disfunções do resgate acionário", inicia suas explicações esclarecendo que "[a] principal linha de evolução da ciência jurídica, neste século, constitui na superação da análise meramente lógico-sistemática, pelas quais se frisava a dicotomia entre o ser e dever ser, entre direito e realidade social, para se chegar à compreensão global do sistema normativo como instrumento de controle social, fundada em interesses concretos e visando à realização de fins eticamente valiosos" (COMPARATO, 1995, p. 120).

[24] Esta não é, vale ressaltar, uma particularidade do regime brasileiro. Outras jurisdições encontram problemas relacionados à aplicação da OPA. Neste sentido, cf., exemplificativamente, BRITO PEREIRA (1998, p. 34 e ss.).

implementação prática dessa estrutura; e **(iv)** eventuais desvios dos fins pretendidos a partir da aplicação e interpretação das normas vigentes – seja no plano teórico, seja no plano fático, com base em casos concretos, quando aplicável. Esta análise visa oferecer um ponto de relevante para eventuais melhorias que possam ser feitas para o desenvolvimento do regime de OPAs obrigatórias no cenário brasileiro.[25]

1.2. DELIMITAÇÃO DO TEMA

1.2.1. OPAs obrigatórias

Em síntese, uma OPA consiste em uma declaração unilateral de vontade, emitida pelo ofertante, direcionada aos titulares de ações de determinada companhia,[26] através de um processo estabelecido por lei ou pela regulamentação.[27] Trata-se de uma proposta *ad incertam personam*, pois é destinada a pessoas indeterminadas e individualizadas, isto é, a qualquer pessoa que seja ou se torne titular, até a data do leilão, de ações objeto da OPA.[28]

A manifestação de vontade que dá origem à oferta pode decorrer tanto da intenção do ofertante de adquirir ações através de "apelo público", as chamadas OPA voluntárias,[29]

---

[25] Como ressalta Brito Pereira, ao tratar do direito português: "[o]s diversos problemas suscitados pelo regime da OPA obrigatória revelam-se como um dos mais relevantes tópicos de condicionamento na definição das decisões e estratégias de actuação dos agentes económicos no que respeito à aquisição e alienação de valores mobiliários. Por isso, as consequências efectivas da adopção pelo legislador de uma qualquer opção de base nesta área – seja no âmbito da não imposição de uma OPA obrigatória, seja no sentido de sua imposição, seja ainda, neste último âmbito, no que se refira ao alcance concreto dessa imposição – assumem uma leitura económica e social que não pode (ou deve) ser desprezada" (BRITO PEREIRA, 1998, p. 33).

[26] É uma oferta, vale lembrar, pública e, por isso, dotada de mecanismos que visam a proteção dos seus destinatários. Como aponta Paulo Camara, ao tratar da distinção entre ofertas públicas e privadas: "[o] objetivo desta distinção entre oferta púbica e particular é o de procurar isolar uma categoria de ofertas em que à partida os destinatários das mesmas sejam carecidos de maior protecção. Trata-se, pois, de uma diferença que se pretende qualitativa entre determinadas ofertas, cujos destinatários vão ser à partida definidos como aqueles que são carecidos de mais proteccção (*need of legal protection*) – os destinatários de ofertas públicas" (CAMARA, 2009, p. 576-577)

[27] Para uma análise mais aprofundada sobre a natureza jurídica da OPA e sua sujeição aos dispositivos do Código Civil (especialmente artigos 421 e seguintes) cf. Carvalhosa (1978) e Comparato; Salomão Filho (2014, p. 220-222).

[28] Como lembra Paulo Camara: "qualquer oferta pública, voluntária ou obrigatória, deve dirigir-se a todos os titulares dos valores mobiliários que dela são objecto. Este princípio da generalidade da oferta (*all holders rule*) constitui uma decorrência do caráter público da oferta, vedando qualquer discriminação entre os potenciais destinatários" (CAMARA, 2009, p. 603).

[29] A Instrução CVM nº 361, em seu art. 2º, inciso IV define OPA voluntária como aquela que "visa à aquisição de ações de emissão da companhia aberta, que não deva realizar-se segundo procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores".

ou por uma exigência legal ou uma condição imposta para se atingir um determinado fim, que resultam nas OPA obrigatórias.[30]

Atualmente, o regime jurídico das OPA decorre da Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2002,[31] que prevê diversas espécies de ofertas e estabelece procedimentos e requisitos – gerais[32] e específicos – para elas.[33]

A instrução, em seu art. 2º, em linha com a Lei das S.A., elenca como OPAs obrigatórias[34]: **(i)** a OPA para cancelamento de registro (prevista também no art. 4º, §4º, Lei das S.A.); **(ii)** a OPA por aumento de participação (prevista no art. 4º, §6º, Lei das S.A.); e **(iii)** a OPA por alienação de controle (prevista no art. 254-A, Lei das S.A.). Todas as OPAs obrigatórias estão sujeitas a registro perante a CVM, enquanto os demais tipos de OPA estão sujeitos ao registro apenas quando envolverem permuta por valores mobiliários.[35]

Esta dissertação tratará especificamente das OPAs definidas como obrigatórias pela Instrução CVM nº 361/2002. Isso porque, uma análise envolvendo também as OPAs voluntárias expandiria demasiadamente o objeto deste trabalho, pois uma análise semelhante das OPAs voluntárias abrangeria a OPA para aquisição de controle, prevista no art. 257 da Lei das S.A. (e as diversas questões decorrente dessas ofertas, especialmente em situações de disputa pela aquisição do controle), as *poison pills* e as OPA para saída de segmento de

---

[30] Nas palavras do ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade: "OPA obrigatória é aquela realizada por força de uma norma, ou como condição imposta por uma norma para alcançar-se um outro fim. (...). OPA voluntária, por oposição, é aquela realizada não em cumprimento de uma norma que imponha a obrigação de realizar a oferta, mas sim em atendimento exclusivamente à intenção do ofertante de adquirir ações mediante apelo público aos vendedores" (Processo CVM 2007/5587, Relator SRE, julgado em 29.05.2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5505-0.pdf. Acessado em 22.08.2016).

[31] A Instrução CVM nº 361/2002 foi alterada pela alterada pelas Instruções CVM nº 436/2006, 480/2009 e 487/2010 e 616/2019.

[32] Por exemplo, a obrigação de sigilo sobre a OPA até seu anúncio ao mercado, procedimentos relacionados à liquidação financeira da oferta, intermediação, laudo de avaliação (quando aplicável), publicidade, leilão, etc.

[33] Em termos de técnica normativa: "[a]figuara-se cientificamente mais rigoroso distinguir as normas gerais das especiais, com primazia dada às primeiras. O regime das ofertas públicas de aquisição demonstra esta tendência ao fazer tratar as OPAs em geral antes de regular as OPAs obrigatórias. Evitam-se, deste modo, antinomias normativas, incoerências sistemáticas, repetições escusadas ou remissões em abundância" (CAMARA, 2009, p. 575)

[34] A definição da OPA como obrigatória segue as definições propostas no art. 2º, incisos I, II e III, da Instrução CVM nº 361/2002.

[35] A distinção entre OPA obrigatória e voluntária tem, portanto, um efeito prático. Outro exemplo deste efeito é o caso de modificação ou mesmo revogação da oferta, que nos casos de OPA obrigatória só pode ocorrer mediante expressa autorização da CVM, sendo necessária a comprovação de uma alteração substancial e imprevisível no quadro fático que acarrete um aumento substancial dos riscos assumidos pelo ofertante. Por outro lado, na OPA voluntária, a modificação da oferta pode ocorrer sem a manifestação da CVM, desde que o ofertante tenha sujeitado a oferta à implementação de certas condições contratualmente estipuladas (art. 4º, inciso VIII, da Instrução CVM nº 361).

listagem (incluindo a possibilidade de unificação do procedimento dessas ofertas com outras OPAs obrigatórias[36]), figuras comuns no direito brasileiro e fontes de diversos debates.

1.2.2. As funções e disfunções e suas implicações no objeto de estudo

Esta dissertação procura analisar as OPAs pela ótica de suas finalidades – isto é, a partir do fim que cada uma das ofertas se propõe a alcançar (BOBBIO, 2001, p. 75), em termos de política regulatória. Assim, serão identificadas as funções idealmente atribuídas a cada uma das OPAs obrigatórias para, então, avaliar suas estruturas (conformada pela Lei das S.A., pela regulação da CVM ou, ainda, pela interpretação do regulador) é capaz de atender a esses fins. Em alguns casos, será possível identificar que esses instrumentos jurídicos não serão aptos a atingir os fins propostos e, por isso geram o que será tratado como *disfunção*.

O recorte escolhido impõe algumas restrições ao objeto de estudo, sobretudo em relação à extensão e profundida da análise que será fará em relação às regras aplicáveis às OPAs.

E isso é especialmente relevante porque, embora a Instrução CVM nº 361/2002 tenha seus méritos (a instrução cria um regime jurídico único para as OPAs e, a despeito de algumas alterações nos últimos anos, perdura no tempo), ela pode ser fonte de diversas críticas, formuladas a partir de ângulos distintos, que vão desde regras procedimentais que passam a perder o seu sentido com o aumento da complexidade do mercado de capitais brasileiros[37] até críticas relacionadas às premissas adotadas pelo legislador ao formular a hipótese de incidência de uma OPA.[38]

Esta dissertação não pretende tratar de todos os eventuais problemas e dificuldades que possam surgir com a aplicação da Instrução CVM nº 361/2002 no processo de registro de uma oferta. Certamente, a realidade prática impõe desafios que tornam a aplicação da norma mais ou menos complexa, a depender do caso.

Algumas dessas vicissitudes, contudo, não configuram, para fins deste trabalho, verdadeiras *disfunções* das regras aplicáveis às OPAs e, por isso, não fazem parte do objeto

---

[36] Cf. Hatanaka (2015).
[37] Um exemplo recente é a regra de interferência compradora em casos de OPAs concorrentes para aquisição de controle de companhia aberta, que foi objeto de alteração por meio da Instrução CVM nº 616/2019.
[38] É o caso, como se verá, da utilização do termo *porcentagem*, no art. 4º, §6º, para a incidência da OPA por aumento de participação.

de estudo desta dissertação – embora, sem dúvidas, devam ser objeto de análise, especialmente na tentativa de aperfeiçoamento da regulação.

Os problemas que serão apontados ao longo desta dissertação, seja em relação aos pressupostos teóricos das OPAs obrigatórias, seja quanto a pontos específicos de seu procedimento (isto é, sua estrutura), estarão limitados às previsões legais e regulamentares que demonstram a *funcionalidade* da oferta (sua adequação entre meios e fins) ou sua *disfuncionalidade* – sempre sob a perspectiva do fim que a norma pretende atingir.

1.3. ESTRTUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta dissertação está dividida em 5 capítulos, incluindo esta introdução e a conclusão. Cada um dos demais capítulos analisa uma das OPAs obrigatórias.

No capítulo 2, será examinada a OPA para cancelamento de registro. As premissas para essa oferta serão tratadas a partir das implicações do fechamento de capital no regime jurídico da companhia, sobretudo sob o ponto de vista do acionista minoritário. Em seguida, descreve-se o procedimento desta OPA e sua evolução histórica até as inovações trazidas pela Lei nº 10.303/2001 e a Instrução CVM nº 361/2002.

O capítulo 3 trata da OPA por aumento de participação. O contexto histórico desta oferta é fundamental para entender o motivo por trás de sua criação. Por isso, o capítulo inicia com uma perspectiva histórica das operações de "fechamento branco de capital". Em seguida, é analisado o atual procedimento da OPA por aumento de participação e os diversos problemas decorrentes das suas hipóteses de incidência, fixadas pela Lei das S.A. e pela Instrução CVM nº 361/2001. Além disso, examina-se um problema específico em relação ao procedimento desta oferta que, embora tenha sido sanado, sua existência indicava um desvio claro da regulação quanto aos pressupostos dessa oferta.

No capítulo 4, será analisada a OPA por alienação de controle. Também neste caso, o histórico legislativo por trás do art. 254-A da Lei das S.A. é uma premissa importante para entender a função atribuída a esta oferta no ordenamento jurídico brasileiro. A partir daí, é possível traçar algumas conclusões quanto à finalidade da OPA por alienação de controle em termos de modelo regulatório escolhido pelo legislador. Em seguida, apresenta-se a problemática envolvendo o fato gerador da OPA prevista no art. 254-A, ante as diversas formas de manifestação do controle, e as dificuldades inerentes à alienação indireta do controle.

Por fim, no capítulo 5, serão expostas as conclusões deste trabalho.

2. OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA

2.1. O FECHAMENTO DE CAPITAL E SUAS IMPLICAÇÕES

2.1.1. O regime jurídico das companhias abertas

A Lei das S.A. diferencia as companhias entre abertas e fechadas conforme "*os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários*" (art. 4º). Com a evolução do arcabouço regulatório sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a definição legal acabou se distanciando da realidade, uma vez que, por meio de ofertas de títulos de dívida distribuídos com esforços restritos, nos moldes da Instrução CVM nº 476/2009, empresas podem captar recursos no mercado de capitais sem o registro de companhia abertas.[39]

Atualmente, o que distingue uma companhia aberta de uma fechada é, justamente, a obtenção do necessário registro, nos termos da Instrução CVM nº 480/2009.[40] O *status* de companhia aberta decorre, portanto, de um critério de natureza formal: uma autorização administrativa para negociação de seus valores mobiliários (PITTA, 2019, p. 189). [41]

As razões que levam uma companhia a abrir seu capital são complexas e passam por motivações de ordem tanto econômica (busca por financiamento, administração de determinados riscos, promoção de liquidez dos títulos emitidos pela companhia etc.) quanto organizacional (por exemplo, fuga do controle exercido pelos bancos e seus instrumentos de financiamento, bem como a forma de resolução de determinados conflitos).[42]

---

[39] Cf., neste sentido, Tannous (2018, pp. 115-116) e Pitta (2019, p. 186-191). Sobre a evolução da regulamentação relativa às ofertas públicas de distribuição, ver Eizirik et al. (2011, p. 140 e ss).

[40] A referida instrução ainda diferencia os emissores em duas categorias, A ou B, em linha com o art. 4º, §3º da Lei das S.A. O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários em mercado regulamentados, enquanto o registro na categoria B cria algumas exceções de valores mobiliários permitidos a negociação, incluindo as ações (art. 2º da Instrução CVM nº 480/2009). Apenas as companhias registradas na categoria A são obrigadas as realizar uma oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro para negociação de ações no mercado (art. 48, inciso II, da Instrução CVM nº 480/2009), razão pela qual esta dissertação tratará apenas dessas companhias.

[41] A obtenção do título, vale destacar, não significa sua efetiva negociabilidade, que é uma situação de fato. Ainda que os títulos não sejam efetivamente submetidos à negociação em um mercado regulamentado de valores mobiliários, a companhia estará sujeita às regras aplicáveis às companhias abertas.

[42] Para uma análise mais detida acerca desses fatores, cf. Yazbek, (2014, p. 131-139) e Besseler, Kaen e Sherman, (1998, p. 576-585). Ainda sobre a complexidade da decisão acerca da abertura de capital, ver Bancel e Mittoo (2009) e Pagano, Panneta e Zingales (1998).

Sob o ponto de vista jurídico, a abertura de capital permite a captação da poupança popular, o que gera uma preocupação com a proteção dos investidores.[43] Isso implica a criação de regras e procedimentos específicos para as companhias abertas, inclusive com uma maior quantidade de regras cogentes, tendo em vista os interesses em jogo.[44] Neste sentido, Yazbek afirma que:

> a abertura de capital, ainda que aparentemente seja uma decisão acerca das fontes de financiamento da sociedade, tem efeitos organizacionais significativos, criando padrões diferenciados de relacionamento entre os agentes envolvidos. O regime legal das companhias abertas reflete tais padrões e procura estabelecer determinadas proteções para alguns daqueles agentes (YAZBEK, 2014, p. 109).

Ou seja, o regime jurídico das companhias abertas está diretamente relacionado a sua estrutura mais complexa e à ampla gama de interesses que convergem sobre a macroempresa (YAZBEK, 2014, p. 116), decorrentes da sua opção de financiamento e suas implicações de dimensões políticas e organizacionais. Afinal, ao captar recursos de terceiros, acentuam-se os conflitos de interesse, os problemas de agência e as assimetrias informacionais entre os agentes ligados à sociedade.

Assim, com o intuito de mitigar esses problemas, as companhias abertas são dotadas de mecanismos e procedimentos específicos, especialmente no que diz respeito a regras de divulgação de informações,[45] atraindo, ainda, a supervisão da CVM.[46]

O acionista de uma companhia aberta conta, portanto, com **(i)** um ativo que goza de um pressuposto de liquidez (o acesso a um mercado organizado)[47]; **(ii)** um regime legal e

---

[43] No mesmo sentido, Pitta assevera que "no âmbito interno da sociedade, o status de companhia aberta influenciará nas regras atinentes aos direitos protetivos daqueles que colocam sua poupança à disposição da consecução da atividade que constituiu o objeto da sociedade, bem como nas regras que dizem respeito à sua estrutura e organização. Já em sua proteção exterior, o status de companhia aberta, via de regra, sujeita a sociedade a um regime informacional obrigatório, que constitui requisito para o seu ingresso e permanência no mercado de valores mobiliários" (PITTA, 2019, p. 171).

[44] Quanto às normas especiais da Lei das S.A. aplicáveis às companhias abertas, cf. Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017a, p. 109-113).

[45] Para uma análise aprofundada do regime informacional das companhias abertas, cf. Pitta (2013, especialmente p. 193-261). Além disso, vale destacar que em complemento ao princípio do *full discoclusre*, há outras disposições relacionadas ao uso de informações, como a vedação de uso de informação privilegiado (*insider trading*) e a imposição de período de silêncio no âmbito de ofertas públicas (YAZBEK, 2014, p. 126).

[46] Além do regime informacional diferenciado, Yazbek menciona a existência de "procedimentos que excepcionam a dinâmica comum do mercado, como as ofertas públicas" (YAZBEK, 2014, p. 121), em linha com o que foi exposto na introdução desta dissertação.

[47] O acionista de uma companhia fechada, embora possa negociar suas ações, encontra uma série de dificuldades e custos de transação se comparado com um acionista de uma companhia aberta – por exemplo, maiores custos para encontrar um comprador, a necessidade de negociar o preço das ações etc. Neste sentido, Paulo Camara assevera que ""A admissão à negociação em mercado constitui um veículo tendencialmente estável em termos temporais. Os investidores criam expectativas de manutenção das condições de negociabilidade dos seus valores, confiando no inerente poder de alienar sem dificuldades, a qualquer tempo, os valores de que são titulares. Não é, por isso, aceitável que essa confiança depositada na manutenção da admissão seja injustificadamente frustrada" (CAMARA, 2009, p. 786).

regulamentar que visa garantir maior proteção de seus direitos (vale citar, além dos aspectos informacionais, a obrigatoriedade de contratação de auditores independentes, a potencial redução de porcentagens mínimas para o exercício de determinadas prerrogativas[48] e um sistema diferenciado para participação em assembleias[49]); e **(iii)** a supervisão da CVM, inclusive no que tange às condutas dos administradores e acionistas controladores e o cumprimento de seus deveres e responsabilidades.[50]

Não é por outro motivo que a decisão de fechamento de capital é uma das mais relevantes na vida de uma companhia aberta – ou, nas palavras de Alfredo Lamy Filho:

> a operação mais traumática para o investidor do mercado de capitais. À sua revelia, e no exclusivo interesse do controlador, o minoritário é despojado de uma característica básica do bem que adquiriu – a liquidez da sua ação – com a consequente perda de seu valor financeiro (LAMY FILHO, 2007, p. 219).

O acionista minoritário – a um só tempo – perde aquele pressuposto de liquidez (no sentido da negociabilidade do ativo, que poderia ser considerado, na verdade, um pressuposto para sua própria aquisição) e a possibilidade de exigir o cumprimento de determinadas normas aplicáveis apenas às companhias abertas, sob o amparo, inclusive, da CVM.[51] O fechamento de capital pode ser, ainda, uma medida oportunista, realizada após a obtenção dos recursos necessários pela companhia (e seu controlador), deixando os acionistas minoritários com ativos desvalorizados (TANNOUS, 2018, p. 118).[52]

À luz dessa problemática, o fechamento de capital é um tema central na regulamentação do mercado de capitais. Cada ordenamento possui soluções e mecanismos próprios para lidar com os conflitos existentes nesse processo.[53] Como regra geral, criam-se

---

[48] Cf., por exemplo, a Instrução CVM nº 324/2000 e o edital de Audiência Pública SDM 07/2019.

[49] Cf. o Capítulo III da Instrução CVM nº 481/2009, referente à votação à distância.

[50] Cf., neste sentido, Yazbek (2015, p. 607 e ss.). Entre outros pontos, o autor aponta que: "a Comissão de Valores Mobiliários – CVM tem uma competência alargada em relação à competência de outros reguladores de mercado de capitais ao redor do mundo. Os reguladores estrangeiros são, de um modo geral, especializados em questões mais próprias de mercado de capitais – basicamente na criação de obrigações informacionais (...) e nas atividades de regulação e acompanhamento de mercado, em especial para a identificação de operações realizadas com informações privilegiadas (...) e de práticas de manipulação. (...) Já a CVM, em razão sobretudo de motivos de ordem histórica, tem por objeto também a aplicação da legislação acionária, em algumas hipóteses" (YAZBEK, 2015, p. 607).

[51] Neste sentido, explica Comparato: "[n]ão há dúvida, porém, de que são os acionistas e outros titulares de valores mobiliários de emissão da companhia aqueles que mais diretamente se vêem atingidos por uma decisão de 'fechamento' da companhia. De um lado, (...) perdem eles a liquidez de seus haveres, consistentes em ações ou outros títulos suscetíveis de negociação em Bolsa ou no balcão. De outro, se pessoas físicas, passam a sofrer maior incidência na fonte do imposto de renda sobre dividendos recebidos. De outro lado, ainda, deixam de contar com a fiscalização dos órgãos do mercado de capitais (...) sobre a gestão administrativa da companhia e suas relações com o mercado; além de poderem ver supressa a auditoria independente das demonstrações financeiras" (COMPARATO, 1995, p. 107).

[52] Sobre o exercício abusivo do controle em operação de fechamento de capital, cf. Comparato (1995, p. 106 e ss.),

[53] Cf. Enriques *et al.* (2017, p. 255).

medidas com o intuito de dificultar a fuga do emissor do regime aplicável às companhias abertas[54], criando uma desproporcionalidade entre a facilidade de abrir o capital e os obstáculos impostos para o seu fechamento (ROCK, 2002, p. 678) – ainda que esses obstáculos para o cancelamento de registro possam ser levados em consideração no momento de abertura de capital de uma companhia. No Brasil, essas medidas se materializam na forma de uma oferta pública de aquisição de ações, cuja estrutura prevê, como se verá, salvaguardas políticas e econômicas.[55]

2.1.2. Razões determinantes para o fechamento de capital

Embora seja necessário coibir comportamentos oportunistas e evitar que investidores sejam privados do pressuposto de liquidez e das regras aplicáveis às companhias abertas, o

---

[54] Neste sentido: "[t]*he impact of securities regulation on market behavior would be negligible if issuers could engage in transactions allowing them to escape the regime while retaining a broad shareholder base. In other words, easy exit would encourage firms to bait and switch – to attract investors with the implicit promise of full disclosure and high liquidity, and then "go dark" by abandoning their status as public companies. But buyers would discount that possibility and refuse to pay the "premium" otherwise associated with securities regulation. That is the reason why all jurisdictions have rules in place that make it harder for issuers to free themselves of such regime: in other words, restrictive exit rules are a key component of securities regulation. This is, however, an area of considerable divergence across jurisdictions*" (ENRIQUES *et al.*, 2017, p. 254). Para Paulo Camara, a "decisão societária de saída de mercado, em desfavor da liquidez e da proteção informativa das participações sociais dos seus accionistas" é particularmente problemática e, "Para acautelar devidamente este risco, existe um leque de soluções alternativas no plano da política legislativa. Destacam-se, para já, quatro saídas possíveis. De um lado, a imposição de uma deliberação aprovada em assembleia geral permite uma legitimação ampla do pedido de exclusão por parte dos acionistas e faculta, além disso, um controlo judicial mais eficaz, designadamente quanto ao seu possível caráter abusivo. A exigência de um prazo de antecedência longo até que a exclusão se torne eficaz constitui solução alternativa, porquanto deste modo os accionistas podem precaver-se quanto a uma futura perda de liquidez das suas participações mobiliárias. Figura ainda como possível a previsão, na lei ou nos estatutos, de um direito de exoneração na esfera jurídica dos accionistas discordantes, mediante o pagamento de uma contrapartida justa. Por fim, a constituição de um dever de lançamento de OPA de saída do mercado daria a oportunidade de uma saída aos accinionistas minoritários antes da retirada das acções de bolsa, rodeada de ampla informação divulgada ao mercado" (CAMARA, 2009, p. 787)

[55] Além do chamado fechamento direto da companhia, realizada por meio da OPA para cancelamento de registro, pode haver o fechamento indireto de capital, em decorrência de operações de reorganizações societárias (isto é, operações em que, ao final, a companhia aberta seja sucedida por uma companha fechada que não obtém o registro de companhia aberta na CVM no prazo aplicável, ou quando há a migração da base acionária para uma companhia fechada). O direito societário fornece ferramentas próprias para a proteção dos acionistas nestas operações (para uma apreciação crítica desses mecanismos, cf. Tannous (2018, p. 148-151). Tendo em vista o escopo desta dissertação, serão analisados apenas os efeitos e as funções relacionados ao fechamento direto de capital – isto é, aquele realizados por meio de OPA. Tampouco serão analisadas outras hipóteses que podem levar ao fechamento de capital, como o cancelamento de registro de ofício pela CVM, a dissolução e a liquidação extrajudicial.

fechamento de capital pode ocorrer por motivos legítimos, como será demonstrado a seguir.[56]

Evidentemente, a decisão de fechar o capital envolve fatores tão complexos quanto aqueles levados em consideração no momento de apelo à poupança popular, passando, obviamente, por questões de ordem econômica, mas também organizacional e estrutural (necessidade de manutenção de conselho de administração, impossibilidade de divisão de ações ordinárias em classe etc.).

Do ponto de vista econômico, é uma decisão que envolve uma análise de custo-benefício, na qual se deve sopesar os custos decorrentes da estrutura de companhia aberta e os potenciais ganhos à companhia com o acesso ao mercado de capitais.

Neste sentido, além das despesas diretamente relacionadas à manutenção de uma companhia aberta, como aquelas incorridas para a manutenção de uma estrutura voltada para o mercado e o pagamento de taxas, também é possível mencionar custos indiretos impostos pela própria lei e pela regulamentação, aplicáveis a esse tipo de companhia (contratação de auditoria externa, prestação e divulgação de informações etc.).

Além disso, em determinados estágios da vida da companhia, os eventuais ganhos decorrentes da abertura de capital podem diminuir ou desaparecer, sobretudo em um cenário de baixa liquidez das ações, de falta de visibilidade do ativo por analistas de valores mobiliários, de desnecessidade de financiamento via *equity* ou de acesso a linhas de crédito mais baratas (MARTINEZ; SERVE, 2010, pp. 7-9).

Há estudos que indicam, ainda, a disponibilidade de caixa como um fator importante para a decisão de fechamento de capital (JENSEN, 1986; BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015). Nestas situações, a hipótese principal é a de que o controlador teria maior ingerência para utilizar o caixa da companhia em um cenário com menos restrições legais e

[56] Como ensinam Enriques et. al.: "[i]*nterestingly, despite de vulnerability of minority shareholders in freeze-outs transactions, none of our core jurisdictions prohibits controllers from taking public corporations private, or parent companies from forcing the sale of minority shares in their subsidiaries. The reason may be that such transactions can generate efficiency gains despite the deep conflict that they entail*". (ENRIQUES et. al., 2017, p. 174).

regulamentares.[57] Outras variáveis que pesam na decisão para o fechamento de capital são: o crescimento da companhia, seu tamanho, seu *free float*, seu grau de endividamento e sua estrutura de capital[58] (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015, p. 4-6; MARTINEZ; SERVE, 2010, p. 16).

As operações de fechamento de capital são marcadas, portanto, por uma relação conflituosa que lhes é inerente. Enquanto a operação pode ser realizada no interesse da companhia e, por vezes, para atender aos interesses particulares do acionista controlador,[59] os acionistas minoritários, em geral, preferirão continuar se submetendo ao regime das companhias abertas. Como asseveram Lamy Filho e Bulhões Pedreira:

> O cancelamento pode ser do interesse da companhia por diversas razões, tais como (a) eliminar custos que é obrigada a suportar para cumprir os deveres legais de companhia aberta, (b) se não tem planos para distribuir novas emissões no mercado, ou as condições de mercado tornam a emissão inviável e (c) a quantidade de títulos em circulação é insuficiente para que alcancem um mínimo de liquidez.
> O "fechamento da companhia", como o cancelamento é referido no jargão do mercado, pode ser também de interesse do acionista controlador -- se deseja aumentar sua participação na companhia ou pretende liberar-se dos deveres de controlador de companhia aberta que a lei lhe impõe.
> O cancelamento é sempre contrário aos interesses dos titulares de valores mobiliários em circulação porque, por menor que seja a liquidez dos títulos, seus direitos são mais protegidos do que os do titular de valores de companhia fechada, e por isso a lei e a regulamentação da CVM somente admitem o cancelamento do registro de ações após oferta pública de compra aceita por 2/3 ou mais das ações em circulação, e o cancelamento do registro para negociação de debêntures com a

[57] De acordo com o estudo de Bortolon e Silva Junior: "[a] disponibilidade de caixa em companhias que, no momento do fechamento, tinham controladores de capital aberto era maior do que aquelas com controladores de capital fechado. Esse resultado parece sinalizar que o fechamento de capital pode ser importante para conferir maior discricionariedade ao aproveitamento desse caixa dentro dos grupos empresariais controladores" (2015, p. 8) e, no mesmo sentido, indica mais à frente que "[a] variável com resultados mais consistentes e significativos estatisticamente é a relação Ebitda/receita, indicando que companhias com boa capacidade de geração de caixa operacional têm maior chance de fechar capital" (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015, p. 11).

[58] A estrutura de capital refere-se tanto ao tipo de acionista controlador da companhia (companhia aberta, holding familiar etc.) quanto à sua concentração. De acordo com Bortolon e Silva Junior, "a decisão de fechamento do capital das companhias listadas na BM&FBOVESPA parece ter na concentração da propriedade e do controle seu eixo central e os demais fatores apresentam-se como complementares.
Em outros termos, a decisão do fechamento do capital tem origem na manutenção do controle da companhia (maior percentual de ações com e sem direito a voto) e, partir desse fator, os demais são implementados gradativamente até a concretização do processo de fechamento do capital" (BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015, p. 13).

[59] Embora o interesse social e o interesse do acionista controlador possam ser, em geral, convergentes, há situações em que o fechamento de capital pode não ocorrer no real interesse da companhia, mas apenas do acionista controlador. É o caso, por exemplo, do lançamento de oferta para cancelamento de registro, pelo controlador, visando apenas esquivar-se do regime jurídico das companhias abertas (e, com isso, elevar sua capacidade de extrair benefícios privados do controle), embora a empresa ainda se beneficie do financiamento via mercado de capitais.

> prova de pagamento ou da retirada de circulação de todos os títulos emitidos. (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017a, p. 108)[60]

A OPA para cancelamento de registro tem justamente o papel de balancear e coordenar os interesses envolvidos na operação de fechamento de capital, privilegiando a proteção dos acionistas minoritários que, quando este cenário se impõe, encontram-se em uma posição delicada.

É por isso que a regulamentação do mercado de capitais cria barreiras para evitar que acionistas sejam induzidos a erro ao investir em ativos com determinadas características que poderiam desaparecer por um ato do acionista controlador, sem, contudo, inviabilizar uma operação que pode ser realizada por motivos legítimos, especialmente quando os custos relacionados à manutenção de uma estrutura voltada ao mercado de capitais não se justificam.

2.2. O PROCEDIMENTO DA OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO

2.2.1. Aspectos históricos: o regime anterior à Lei nº 10.303/2001

2.2.1.1. Competência da CVM para criar regras para o cancelamento de registro

A Lei das S.A., no início de sua vigência, não previa um procedimento específico para o cancelamento de registro de companhia aberta. A única disposição legal sobre o assunto era o art. 21, §6º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976, que outorga à CVM a competência

---

[60] No direito português, Paulo Câmara suscita a mesma problemática: "Importa ponderar os interesses em presença neste tema. De um lado, pode sustentar-se ser interesse da sociedade retirar-se do mercado, se já não o utiliza como fonte de financiamento e se os custos suportados com a cotação – relacionados sobretudo com a prestação de deveres de informação, com os encargos atinentes aos relatórios de auditoria e com as comissões bolsistas – não são compensados com os benefícios de ter uma malha mais ampla de acionistas.
Em causa pode estar igualmente os interesses dos accionistas dominantes, se tivermos presente que as operações de saída de mercado são frequentemente etapas finais de processos transmissivos – seguindo-se a aquisição bem sucedida do domínio de sociedades abertas, através de ofertas públicas de aquisição. Ou, em cenário diferente, os accionistas dominantes podem entender simplesmente que o momento não é propício para colocar as suas acções à venda em mercado.
Do outro lado, os sócios minoritários podem sentir-se lesados com estas operações, conquanto a liquidez dos seus títulos – em muitos casos já de si reduzida – diminui-se substancialmente com a concretização da decisão de saída de mercado. Ora, a liquidez dos valores mobiliários – ou seja, a medida de susceptibilidade de surgimento de interessados na sua transmissão – afecta negativamente a posição dos investidores na medida em que as dificuldades em encontrar contraparte negocial conduzem usualmente os potenciais alienantes a dispor-se a vender os valores por um preço inferior.
Resta considerar que, quando a saída de mercado envolva processos aquisitivos, é natural a contraposição de interesses entre o accionista maioritário, que se apresenta como comprador, e os accionistas minoritários, que são potencialmente vendedores das suas participações. O ponto é particularmente crítico em operações que impliquem transmissão forçada de acções" (CAMARA, 2009, p. 782-783)

para expedir normas sobre o cancelamento de registro para negociação na bolsa ou no mercado de balcão.[61]

Com base neste dispositivo, foi editada a Instrução CVM nº 3/1978, criando uma modalidade de OPA sujeita a registro prévio perante a autarquia, sem previsão expressa na Lei das S.A., mas fundada na interpretação de que, se cabe à CVM regulamentar os casos em que o registro de companhia aberta pode ser cancelado, o regulador poderia exigir a realização prévia de uma oferta pública de aquisição de ações e o seu registro, sob pena de o cancelamento não ser deferido.[62]

Esta interpretação prevaleceu ao longo dos anos. As Instruções CVM nº 185/1992 e 229/1995, que também tratavam da OPA para cancelamento de registro, basearam-se nesse mesmo fundamento legal.

2.2.1.2. As premissas da OPA para cancelamento de registro

Concomitantemente à edição da Instrução CVM nº 3/1978, a CVM editou a Nota Explicativa CVM nº 8, esclarecendo pontos importantes sobre as premissas adotadas pelo regulador na criação da OPA para o cancelamento de registro de companhia aberta.

Como se pode notar pela leitura da nota, procurou-se criar mecanismos que mitigassem eventual oportunismo por parte do acionista controlador e coordenar os interesses envolvidos.[63] Assim, o procedimento de fechamento direto do capital da companhia aberta visa oferecer algumas garantias aos acionistas minoritários, na tentativa de diminuir o risco de condutas que minassem a confiança dos investidores no mercado de capitais, inclusive por meio da flexibilização do princípio do majoritário.[64]

---

[61] "Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19: (...) §6º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando: I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados".

[62] Como observa o ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade, ao julgar o Processo CVM RJ 2007/5587: "Essa interpretação claramente decorreu de percepção semelhante àquela do CMN quando da edição da Resolução 401: no exercício de sua competência legal a CVM poderia impor a realização de prévia OPA como condição ao fechamento de capital e, ao fazê-lo, deveria exigir o registro, a fim de assegurar que os elementos impostos pela norma para tal oferta fossem observados." (Processo CVM RJ 2007/5587, Relator SRE, julgado em 29.05.2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5505-0.pdf. Acesso em: 22.08. 2016).

[63] Como lembra Norma Parente: "justamente para assegurar um tratamento equânime ao acionista e, paralelamente, não tolher a liberdade do acionista controlador de decidir os desígnios da companhia, a lei criou a obrigatoriedade de realização da OPA no caso de fechamento de capital" (PARENTE, 2016, p. 431).

[64] O próprio Alfredo Lamy Filho defendia que o cancelamento de registro de companhia aberta não deveria estar sujeito apenas à decisão da maioria, sendo necessárias as proteções políticas oferecidas aos acionistas minoritários (LAMY FILHO, 2007, p. 221).

Para a CVM, a decisão quanto à perda da negociabilidade das ações da companhia no mercado secundário e do regime aplicável às companhias abertas não poderia ficar nas mãos apenas do acionista controlador ou dos administradores, tendo em vista que "[o] investidor ao aplicar a sua poupança na companhia tem a expectativa de que os valores mobiliários por ele recebidos terão negociabilidade no mercado e que a companhia divulgará ao público todas as informações necessárias sobre o seu investimento" (CVM, 1979, p. 1).

Assim, na visão do regulador, era necessário assegurar aos acionistas minoritários a "opção de vender as suas ações por um preço conveniente" e protegê-los por meio de um "mecanismo que dê a uma minoria acionária substancial o poder de impedir o cancelamento do registro" (CVM, 1979, p. 2).[65] Diante disso, a CVM, desde a Instrução CVM nº 3/1978, criou um regime com salvaguardas aos acionistas não controladores de ordem econômica e de ordem política (TANNOUS, 2018, p. 121).[66]

2.2.1.3. Proteções de natureza econômica

A principal salvaguarda de natureza econômica se traduz no condicionamento do cancelamento do registro ao lançamento de uma oferta pública de aquisição de ações dirigida a todos os acionistas, assegurando aos minoritários uma saída de liquidez.[67] A principal controvérsia até a alteração da Lei das S.A. em 2001 girava em torno da "fixação do seu preço – já que este era, em certa medida, 'fixado livremente pelo acionista controlador'" (TANNOUS, 2018, p. 121).[68]

Além disso, aos acionistas que não alienassem suas ações no âmbito da OPA, outorgava-se uma opção de venda, exercível antes do fechamento de capital.[69] Desta forma,

---

[65] Para Comparato, era claro que "a idéia geral que domina Instrução CVM n. 3, de 17.08.1978, é a da proteção aos não controladores da companhia que se pretende retirar do mercado de capitais. E essa proteção funda-se na necessidade de se obter a concordância desses acionistas para o cancelamento de registro" (COMPARATO, 1995, p. 109).

[66] Vale destacar que a Instrução CVM nº 3/1978 já continha as bases da regulamentação do cancelamento de registro que se mantém até hoje: "(i) a necessidade de realização de oferta pública de aquisição das ações em circulação como requisito para o cancelamento de registro; (ii) a necessidade do preço dessa oferta sensibilizar os investidores; e (iii) a existência de um mecanismo que confira aos titulares de ações em circulação o poder de impedir o cancelamento de registro" (PITTA, 2015a, p. 458-469).

[67] Até a edição da Lei nº 10.303/2001, apenas o acionista controlador poderia figurar como ofertante da OPA para cancelamento de registro.

[68] Segundo Cantidiano, o fundamento da livre fixação do preço pelo ofertante residia no "fato de que o acionista destinatário da oferta, se não concordasse com o preço ofertado, poderia se opor ao cancelamento de registro, deixando de alienar as suas ações e se manifestando contrariamente ao cancelamento" (CANTIDIANO, 2002, p. 75).

[69] Cf. Item XX da Instrução CVM nº 3/1978, art. 19 da Instrução CVM nº 185/1992 e o art. 20 da Instrução CVM nº 229/1995.

além da oferta propriamente dita, garantia-se aos acionistas minoritários um segundo evento de liquidez.

A existência desta segunda saída de liquidez é parte importante do processo da OPA para cancelamento de registro e tem impactos no plano das proteções de natureza política da oferta. Isso porque a outorga da opção tem como fundamento eliminar (ou ao menos diminuir) a *pressão para vender* (*pressure to tender*).

No caso da OPA para cancelamento de registro, os acionistas não sabem se a operação será ou não implementada, sobretudo diante das dificuldades de coordenação entre eles (e que só tendem a aumentar a medida em que o capital se torna mais pulverizado). Assim, existe o risco de que, caso não venham a alienar suas ações na oferta, tornem-se, ao final, acionistas de uma companhia fechada. O resultado é uma tendência de aceitação da oferta, ainda que o preço não seja atrativo.

A outorga da opção elimina esse dilema do prisioneiro (TANNOUS, 2018, p. 121; PITTA, 2015a, p. 475) em que os acionistas se encontram.[70] Desta forma, além de uma medida de proteção econômica, a opção torna mais hígidas as salvaguardas políticas, dirimindo fatores que possam corromper o processo de formação de vontade dos acionistas.

A medida gera ainda um efeito adicional: uma distorção contra o ofertante. Isso porque, ciente de que após a liquidação da oferta é possível vender as ações pelo mesmo valor, o acionista tem incentivos para manter suas ações até este segundo momento, a fim de verificar o comportamento dos demais. O "*momento da verdade*" (BEBCHUK, 1987, p. 922) deixa de ser o dia do leilão e desloca-se para a segunda saída de liquidez – é o chamado *hold out* (MUNHOZ, 2013, p. 236-237).

O risco para os acionistas, neste caso, é a não realização da oferta, uma vez que o percentual mínimo para sua efetivação pode não ser alcançado. Diante disso, e como forma de estimulá-los a aderirem à oferta imediatamente, o ofertante tenderá a aumentar o valor proposto, "dado o risco de, em esta não sendo aprovada, [os acionistas] sofrerem uma perda correspondente à diferença entre o valor da oferta e o das ações da companhia independente" (MUNHOZ, 2013, p. 237).

---

[70] Bebchuk, ao tratar da opção, argumenta que: "[w]*hile prohibiting immediate takeouts below the bid price would not ensure equality between the bid price and the post-takeover value of minority shares, such equality could be secured by adopting some supplemental or alternative measures. Such an equality could be ensured, for example, by requiring a successful bidder to provide minority shareholders in the aftermath of a takeover with the option of redeeming their shares at the bid price*" (BEBCHUCK, 1987, pp. 944-945).

2.2.1.4. Proteções de natureza política

Do ponto de vista das salvaguardas políticas, a regulamentação da CVM previa, historicamente, a necessidade de deliberação assemblear para o fechamento de capital, com quórum qualificado de aprovação (equivalente a 51% do capital social),[71] concedendo inclusive aos detentores de ações sem direito a voto uma voz nessa deliberação – o que poderia, a depender da estrutura de capital da companhia, retirar do controlador a possibilidade de definir o resultado da votação.[72]

A previsão desta deliberação assemblear, vale notar, é passível de críticas. Afinal, teria a CVM, com base em uma disposição legal genérica, competência para criar regras de direito material societário, inclusive no que diz respeito às matérias que devem ser analisadas pela assembleia geral e quais podem contar com a participação de ações sem direito a voto (e, no limite, flexibilizar o princípio do majoritário)?[73]

Além da deliberação, a regulamentação exigia a adesão à oferta ou a concordância em relação ao fechamento por um percentual mínimo de ações em circulação. Na Instrução CVM nº 3/1978, este percentual correspondia a 75% das ações em circulação (item I, alínea "b"), o que foi mantido na Instrução CVM nº 185/1992 (art. 1º, inciso II). Já na Instrução CVM nº 229/1995, o percentual foi reduzido para 67% das ações em circulação.

A própria definição de ações em circulação foi alterada ao longo dessas instruções. A Instrução CVM nº 3/1978 as definia como "todas as ações do capital da Companhia, menos as de propriedade do acionista controlador e as em tesouraria" (item II, alínea "b"). Com a entrada em vigor da Instrução CVM nº 185/1992, passou-se a excluir também aquelas de propriedade de diretores e conselheiros. A Instrução CVM nº 229/1995, por sua vez, seguiu, como regra geral, a definição da Instrução CVM nº 185/1992, mas previa que "no

---

[71] Cf. item I, alínea "a", da Instrução CVM nº 3/1978; art. 1º, inciso I, da Instrução CVM nº 185/1992 e o art. 1º, inciso I, da Instrução CVM nº 229/1995.

[72] De acordo com Thiago Tannous "[c]riava-se, assim, uma hipótese excepcional sob o ponto de vista do direito societário, em que se incluía uma matéria não prevista no art. 122 da Lei das S.A. no rol de competências privativas da assembleia; na qual mesmo os titulares de ações sem direito de voto poderiam votar; e em que o quórum de aprovação exigido poderia tirar a matéria do âmbito de influência do acionista controlador, a depender da estrutura de capital da companhia – isto é, da proporção entre ações ordinárias e ações preferenciais sem direito de voto" (TANNOUS, 2018, p. 122-123).
A Dynamo Administração de Recursos Ltda., na "Carta Dynamo nº 28", aponta a importância da deliberação assemblear, como forma de impedir o fechamento quando "o fechamento de capital é precedido por perspectivas sombrias para o negócio apresentadas pelos próprios executivos (escolhidos pelo controlador) ou por malabarismos contábeis que depreciam artificialmente o valor da empresa" (disponível em: http://www.dynamo.com.br/uploads/214b4478db94d90b1087a5410540660c060c0c63.pdf. Acessado em 13.03.2020).

[73] Sobre o assunto, cf. Tannous (2018, p. 134-139).

caso [...] de diretores ou conselheiros que venham a manifestar-se contrariamente ao cancelamento do registro, as ações de sua propriedade serão computadas para efeitos do disposto no artigo 1º, II" (art. 2º, inciso II).

As instruções também se diferenciavam em relação ao tratamento conferido à omissão dos acionistas minoritários. O tema sempre foi controverso,[74] uma vez que, neste tipo de OPA, a resposta do minoritário é peça central para o desfecho da operação – sobretudo ante o surpreendente grau de inércia de acionistas em alguns casos.[75]

Enquanto a Instrução CVM nº 3/1978 a tratava como um voto contrário ao cancelamento (era o chamado "*benefício da omissão*"), a Instrução CVM nº 185/1992 passou a adotar a omissão como manifestação favorável ao cancelamento.[76] Foi apenas com a edição da Instrução CVM nº 229/1995 que os acionistas omissos foram tratados com neutralidade, adotando-se o princípio da participação efetiva dos minoritários e, assim, impedindo que as omissões definissem os rumos da sociedade (SIQUEIRA, 2010, p. 152).

Embora mediante um percentual oscilante (tanto quantitativa, quanto qualitativamente), fato é que os normativos da CVM, historicamente, garantiam aos acionistas minoritários que detinham entre 25% a 33% das ações em circulação, a depender da época, o poder de vetar o cancelamento do registro da companhia por um mecanismo intrínseco à oferta pública (e independente da via deliberativa).[77]

---

[74] Para uma análise histórica detalhada, cf. Siqueira (2010, p. 149 e ss.).

[75] Como relata Siqueira: "[a] explicação residia no estoque de companhias abertas, com registros concedidos ainda pelo Banco Central, em grande parte atraídas para o mercado no boom do final dos anos 60 e depois colhidas no crack de 1971. Aliado a esses acontecimentos, acrescentava-se os mecanismos de abertura do capital, impulsionado pelos incentivos fiscais, que tanto distorciam a postura das companhias, quanto a dos investidores" (SIQUEIRA, 2010, p. 149-150).

[76] De acordo com Carlos Augusto Junqueira de Siqueira, esse movimento da Instrução CVM nº 185/1992 "vinha a lume no momento em que o processo de abertura da economia já se encontrava em andamento, o que provocou um movimento significativo de saída do mercado. Reconhecendo a alteração no status até então vigente as consequências da concorrência desigual naqueles primeiros anos de desembarque de companhias estrangeiras, o novo instrumento legal, deliberadamente, facilitou a saída das empresas, por meio do fechamento do capital. [...] [E]sse novo regulamento visava propiciar uma válvula de escape temporária para as companhias que desejavam-se retirar-se do mercado. Desde logo, ficou estabelecido que sua duração seria de curto prazo, permitindo às empresas, se quisessem, o aproveitamento da oportunidade" (SIQUEIRA, 2010, pp. 151-152).

[77] As Instruções CVM nº 3/1978 e nº 185/1992 flexibilizavam os procedimentos necessários para o cancelamento do registro de companhias com valor de capital social reduzido ou com poucos acionistas minoritários, pois entendia que "os custos não compensam os benefícios de ser aberta, dado o seu reduzido capital ou por possuir poucos acionistas minoritários" e, por isso, não se poderia "exigir para essas companhias o mesmo tratamento daquelas em que o capital se acha mais disseminado entre o público investidor" (CVM, 1978, p. 3). Nesses casos, o acionista minoritário contava apenas com salvaguardas econômicas, sem a possibilidade de vetar a operação. Cf., no mesmo sentido, Tannous (2018, p. 124).

2.2.1.5. Instrução CVM nº 345/2000

Por fim, em 2000, foi editada a Instrução CVM nº 345/2000, promovendo uma mudança relevante no regime da OPA para cancelamento de registro, especialmente à luz de questões envolvendo o "fechamento branco de capital" no mercado acionário brasileiro.[78] Ao alterar, entre outras, a Instrução CVM nº 229/1995, a nova norma limitou a liquidação da oferta até o limite de 1/3 das ações em circulação, caso não houvesse a adesão de, pelo menos, 2/3 das ações em circulação.[79]

Esta limitação decorreu da constatação de que, em alguns casos, a OPA resultava em uma substancial redução de liquidez das ações, uma vez que, embora o percentual mínimo de aceitação para o cancelamento do registro não fosse atingido, o acionista controlador poderia adquirir as ações daqueles que tivessem concordado em aliená-las na oferta. Ao se deparar com essa possibilidade, o acionista minoritário se sentia pressionado a aderir à oferta, ainda que o preço não fosse o mais atrativo, dado o receio de permanecer sócio de uma companhia que se mantinha aberta, mas com ações cuja liquidez havia sido severamente reduzida (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 49).

Diante deste cenário, como aponta Tannous (2018, p. 125), "[a] finalidade da regra é proteger a liquidez das ações – não apenas no sentido de acesso ao mercado secundário, mas [...] como a facilidade de negociar um valor mobiliário, em grandes quantidades, sem impactos relevantes no preço e com baixos custos de negociação".

2.2.2. As inovações trazidas pela Lei nº 10.303/2001

Após um período marcado pelas privatizações, pelo ingresso de capital estrangeiro no país e por alterações legislativas que causaram uma substancial desvalorização dos direitos dos acionistas minoritários,[80] nos anos 2000, o Brasil observou um movimento no sentido oposto, reintroduzindo, criando e fortalecendo novos direitos aos acionistas minoritários, especialmente com a edição da Lei nº 10.303/2001. Entre essas mudanças,

---

[78] O "fechamento branco de capital" e suas implicações no mercado de capitais e na regulamentação da CVM são analisados de forma detalhada no item 3.1.1 desta dissertação.

[79] "Art. 1- B A alienação de ações em oferta pública de cancelamento de registro ficará condicionada ao atendimento do requisito previsto no incido II do art. 1º desta Instrução.
Parágrafo Único. Caso não se verifique o atendimento ao requisito previsto no inciso II do art. 1º desta Instrução, fica facultada a aquisição de, no máximo, um terço das ações em circulação, assegurando-se, quando for o caso, a aquisição proporcional pelo número de ações de propriedade dos aceitantes da oferta." (CVM, 1995).

[80] Um exemplo emblemático é a Lei nº 9.457/1997, que entre outras coisas, excluiu o art. 254 da Lei das S.A.

encontra-se a inovação da lei societária em matéria de cancelamento de registro de companhia aberta.

Embora os fins sejam aqueles já traçados desde a Instrução CVM nº 3/1978, a Lei das S.A. passou a prever expressamente, em seu art. 4º, §4º,[81] a necessidade de se lançar uma oferta pública de aquisição de ações para que a companhia aberta tenha seu registro cancelado.

A alteração legal trouxe diversas inovações, visando, sobretudo, resguardar os interesses dos acionistas minoritários em um contexto traumático. Em primeiro lugar, autorizou-se a companhia a figurar como ofertante da OPA para cancelamento de registro,[82] desde que respeitados os limites previstos no art. 30 da Lei das S.A. e, atualmente, na Instrução CVM nº 567/2015. Em segundo lugar, o referido dispositivo legal exige que a OPA para cancelamento de registro seja lançada a *preço justo*, estabelecido com base em uma série de parâmetros que podem ser adotados, isolada ou cumulativamente, na fixação do preço, conforme previsto na lei (EIZIRIK et. al., 2011, p. 588).[83] Cabe, então, ao ofertante fundamentar o valor proposto com base em laudo de avaliação, preparado por um avaliador independente, e que leve em consideração o critério de avaliação mais adequado para a situação da companhia.[84]

A reforma, portanto, abordou um tema central relacionado à OPA para cancelamento de registro e que, até então, era alvo de diversas críticas. Argumentava-se que, ao permitir que o ofertante fixasse livremente o preço da oferta, os acionistas ficavam à mercê do controlador, especialmente em companhias com pequena dispersão acionária e com títulos negociados com cotação depreciada, nas quais qualquer prêmio, por menor que fosse, tornaria a oferta minimamente atrativa (CANTIDIANO, 2002, p. 75-76).

---

[81] Nos termos da Lei nº 6.404/76, em seu art. 4º, § 4º : "[o] registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A".

[82] Para uma crítica dessa inovação legal, cf. Carvalhosa e Eizirik, (2002, p. 59). Sobre o assunto, cf., ainda, Siqueira (2010, p. 108-119).

[83] Como lembra Tannous, embora as instruções da CVM, até aquele momento, exigissem uma "peça de avaliação do preço a ser ofertado por ação, elaborado pela instituição intermediadora" (art. 6º, inciso IX, da Instrução CVM nº 229/1995), não eram indicados critérios para a avaliação (TANNOUS, 2018, p. 127).

[84] O preço por ação pode, inclusive, ser diferente para ações ordinárias ou preferenciais de uma mesma companhia, conforme entendimento da CVM no Processo CVM RJ nº 2005-3917, relator Presidente Marcelo Trindade, j. em 06.12.2005.

Além disso, o art. 4º-A da Lei das S.A., também introduzido no bojo da reforma ocorrida em 2001, garante aos acionistas minoritários, titulares de, no mínimo, 10% das *ações em circulação* no mercado[85], a prerrogativa de requerer a convocação de uma assembleia geral especial para deliberar sobre a realização de uma segunda avaliação, caso entendam que o primeiro laudo de avaliação não reflete de forma adequada o preço justo da ação.[86] O requerimento, vale destacar, deve ser "devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado" (art. 4ª-A, §1º, da Lei das S.A.), de forma a evitar eventuais abusos por parte dos acionistas minoritários.[87]

Caso o pedido de revisão seja aprovado, a assembleia especial nomeará novo avaliador para elaboração do laudo. Se o novo valor for inferior ou igual ao preço original da oferta, a OPA poderá prosseguir.[88] Entretanto, se a nova avaliação resultar em valor superior ao original, o ofertante deverá se manifestar, concordado em pagar o novo preço

---

[85] A CVM, vale destacar, já puniu acionista, que não se enquadrava no conceito de detentor de ações em circulação, por exercício abusivo de direito de voto na assembleia prevista no art. 4º-A, caput, da Lei das S.A. Cf., neste sentido, o PAS CVM nº RJ2012/4062, relator diretor Otavio Yazbek, j. em 17.12.2013.

[86] Vale lembrar que, a CVM não possui poderes para questionar o preço oferecido nas ofertas públicas para cancelamento de registro, mas apenas, como lembra Eizirik, "para obrigar o acionista controlador a fundamentar o referido preço e a prestar todas as informações necessárias para que os acionistas minoritários tenham condições de avaliar se o preço proposto é efetivamente 'justo'" (EIZIRIK *et. al.*, 2011, p. 590).

[87] O procedimento para revisão do preço da oferta é especificado nos artigos 23 e 24 da Instrução CVM nº 361/2002.

[88] Neste caso, contudo, os acionistas que requereram a realização da nova avaliação e aqueles que votaram em seu favor, deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos. Neste sentido, é interessante a análise feita por Cantidiano em 2003: "ressalto que em todos os processos de cancelamento de registro de companhia aberta, que já foram realizados segundo as normas da nova regulamentação, jamais foi requerida, pelos destinatários da oferta, revisão de preço. Isto não significa que não tenha havido objeção de parte dos destinatários das ofertas já realizadas aos preços que eram propostos pelos respectivos ofertantes. Ao contrário, em praticamente todas as operações realizadas após a entrada em vigor das novas regras houve contestação de investidores quanto ao preço proposto. Se não houve pedido de revisão de preço é porque os destinatários das ofertas preferiram deixar para lutar por um acréscimo de preço durante os leilões realizados para liquidação das respectivas ofertas, sem que corressem o risco de arregimentar apoio prévio para pedir a convocação da assembleia especial e, principalmente, sem que ficassem submetidos a uma eventual obrigação de ressarcimento às respectivas companhias do custo de urna segunda avaliação" (CANTIDIANO, 2003, p. 468-469).

apurado ou desistindo da oferta.[89] O sistema, assim, equilibra os interesses do ofertante e dos acionistas minoritários (CANTIDIANO, 2002, p. 77).

Por fim, a Lei das S.A. passou a prever possibilidade de, após a realização da OPA, caso haja, ao final, menos de 5% das ações em circulação,[90] o ofertante promover o resgate compulsório das ações que permanecerem em circulação,[91] pelo valor equivalente ao praticado na OPA. É o chamado *squeeze-out*, previsto no art. 4º, §5º.[92]

Desse modo, o dispositivo concede ao acionista controlador a possibilidade permanecer na companhia fechada sem o ônus da convivência com alguns acionistas minoritários que representam uma parcela pequena do capital social e, em alguns casos, sequer sabem que detêm ações da companhia (CANTIDIANO, 2002, p. 87).[93]

---

[89] Quanto à possibilidade de abuso de minoria na revisão do preço ofertado, Adamek destaca que o legislador previu meios de dirimir esse tipo de abuso: "em primeiro lugar, exigiu que o requerimento venha já instruído com 'elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado', providência essa que sempre dependerá do concurso de técnicos especializados e de verificações difíceis de serem atendidas dentro do exíguo prazo legal. Em segundo lugar, a doutrina majoritária tem opinado no sentido de que somente podem convocar e participar da assembleia especial aqueles que já eram acionistas na data da divulgação da oferta pública, restrição essa que, embora não tenha expressa previsão em lei (como ocorre em matéria de recesso) e, por isso mesmo, seja questionável, jamais poderia se aplicar aos casos de transmissão causa mortis. Por fim, e em terceiro lugar, o legislador também impôs aos acionistas que requererem a realização de nova avaliação e àqueles que votarem a seu favor o dever de ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública (LSA, art. 4º-A, §3º): a regra visa, segundo explica Modesto Carvalhosa: a 'prevenir eventuais práticas abusivas por parte da minoria orgânica, inibindo a solicitação de revisão do preço com o objetivo de apenas retardar ou dificultar, ilegitimamente, a realização da oferta pública'" (ADAMEK, 2014, p. 304-305).

[90] Cria-se, na verdade, uma modalidade de resgate diferente daquele imposto pelo art. 44 da Lei nº 6.404/76, uma vez que (i) não há a opção do sorteio (art. 44, §4º, Lei das S.A.), sendo possível resgatar apenas ações pertencentes aos acionistas minoritários remanescentes e (ii) não é necessária a aprovação, em assembleia especial, por parte dos acionistas detentores de, no mínimo, 50% das ações da classe atingida (art. 44, §6º, Lei das S.A.).

[91] Conforme leciona Eizirik: "[m]ediante a operação de resgate, a companhia adquire compulsoriamente as ações de sua emissão, com a finalidade precípua de retirá-las de circulação. Opera, pois, o resgate, a transmissão forçada e irrecorrível da propriedade das ações do acionista para o domínio da sociedade, a qual, em seguida, tratará de extingui-la" (EIZIRIK, 2011, p. 595). Sobre o assunto, cf., ainda, Eizirik (2005, p. 359-382).

[92] O *squeeze-out* é um mecanismo adotado em diversos ordenamentos. Cf., neste sentido, Rock et al. (2017, p. 190-191) e Davies, Hopt e Ringe (2017, p. 230-231).

[93] De acordo com Rachel Sztajn: "[t]rata-se, portanto, de dispositivo que atende a interesse do acionista controlador e da companhia. Não parece precisa, portanto, a interpretação de que a finalidade do dispositivo em questão seria 'evitar [que] fiquem alguns acionistas, desavisados ou descuidados, presos a uma sociedade fechada, sem mercado para negociar suas ações'"(SZTAJN, 2002, p. 23).

2.2.3. A Instrução CVM nº 361/2002

2.2.3.1. O quórum de aceitação e o conceito de ações em circulação

No que concerne ao fechamento de capital, a Instrução CVM nº 361/2002 segue os passos dos normativos anteriores. No âmbito das salvaguardas econômicas concedidas aos acionistas minoritários, ela regulamenta as disposições do art. 4º e 4º-A da Lei das S.A., quanto ao preço justo e a possibilidade de revisão do preço da oferta. Já em relação às salvaguardas políticas, a instrução garante aos detentores de ações em circulação a palavra final quanto ao cancelamento de registro de companhia aberta.

No entanto, diferentemente das antigas instruções, a Instrução CVM nº 361/2002 não prevê a necessidade de uma deliberação assemblear relativa ao fechamento de capital. Desta forma, a norma se protege, ao menos à primeira vista, de eventuais críticas relacionadas à competência da CVM para regulamentar quais matérias seriam de competência da assembleia geral, bem como quais deliberações poderiam contar com a participação de ações sem direito a voto – questões de direito material, previstas na Lei das S.A.[94]

A Instrução CVM nº 361/2001 apenas requer, em seu art. 16, inciso II, que "acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro", ou seja, a OPA só produzirá os efeitos pretendidos (o cancelamento do registro), mediante a adesão daquele número mínimo de titulares de ações em circulação.

A Instrução CVM nº 361/2002, em linha com a Lei das S.A. define "*ações em circulação*" em seu art. 3º, inciso III.[95] É um conceito construído por exclusão, de modo que todos aqueles que não se encaixem nos termos do dispositivo poderão compor o referido quórum e gozar da prerrogativa prevista no art. 4º-A da lei acionária.[96] Sua correta delimitação é peça central para a higidez do processo da OPA para cancelamento de

---

[94] Sobre o assunto, cf. Tannous (2018, p. 134-139).

[95] "Ações em circulação: todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria".

[96] Como se verá no item 3.2.2.1.1 desta dissertação, a definição de "*ações em circulação*" também é um elemento estruturante do gatilho para a OPA por aumento de participação.

registro,[97] embora dependa de outros conceitos que são mais ou menos bem definidos, a depender do caso.

É o que ocorre, por exemplo, com a definição de pessoas vinculadas ao controlador.[98] Embora não esteja diretamente previsto no art. 4º-A, §2º, da Lei das S.A.,[99] a regulamentação da CVM exclui do cômputo das ações em circulação aquelas detidas por pessoas vinculadas ao controlador. A interpretação desse conceito foi objeto de discussões na CVM em diversos cenários,[100] inclusive para a composição do quórum do artigo dos quóruns para fins do art. 4º-A da Lei das S.A.[101] e do art. 16, inciso II, da Instrução CVM nº 361/2002.[102] A partir desses casos, foram construídas balizas para se determinar o significado da locução "*representa*[r] *o mesmo interesse*" no contexto de uma operação de fechamento de capital.[103]

---

[97] Como afirmou o então diretor da CVM, Otavio Yazbek, ao analisar o PAS CVM nº RJ2012/4062: "[o] conceito de ações em circulação, contudo, não é pautado propriamente pela possibilidade de negociação das ações, mas, na verdade, por determinadas características dos seus titulares. Tal conceito, quando utilizado no regramento do processo de cancelamento de registro de companhia aberta, tem como principal objetivo evitar que outras pessoas, que, para determinados efeitos, detêm interesses alinhados aos do ofertante, distorçam o processo de formação da vontade social, de forma a permitir que a vontade do ofertante prevaleça" (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/4062. Relator Diretor Otavio Yazbek. j. em 17.12.2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131217_PAS_RJ20124062.pdf. Acessado em 09.01.2020).

[98] De acordo com o art. 3º, inciso VI, da Instrução CVM nº 361/2002, é considerada uma pessoa vinculada "a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direito".

[99] "Art. 4º-A [....] § 2º Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria."

[100] Grande delas se desenvolveram a partir de casos relativos à composição de colégios em separado para a eleição de membros do conselho de administração e fiscal. Cf., exemplificativamente, Processo Administrativo Sancionador CVM Nº TA-RJ2001/9686. Relator Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em. 12.08.2004 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040812_PAS_RJ20019686.pdf. Acessado em 09.01.2020) e, mais recentemente, Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.006822/2018-61, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 26.11.2019. (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20191126_PAS_CVM_19957006822_2018_61_voto_presidente_marcelo_barbosa.pdf. Acessado em 09.01.2020).

[101] Cf. o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/4062, Relator Otavio Yazbek, j. em 17.12.2013 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131217_PAS_RJ20124062.pdf. Acessado em 09.01.2020) e o Processo CVM SEI nº 19957.008059/2016-41, relator SRE, julgado em 30.05.2017 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170530_R1/20170530_D0681.html. Acessado em 09.01.2020).

[102] Cf. Processo CVM SEI nº 19957.002417/2016-10, Relator SRE, j. em 15.02.2017 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170215_R1/20170215_D530.html. Acessado em 09.01.2020.

[103] É o que se nota no já mencionado PAS CVM nº RJ2012/4062, relator diretor Otavio Yazbek, j. em 17.12.2013: "não é qualquer vínculo entre o acionista minoritário e o controlador que faz com que o primeiro perca seu status de titular de ações em circulação, mas somente aquele vínculo que cria um alinhamento entre controlador e minoritário no tocante à decisão de proceder ao fechamento de capital" (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131217_PAS_RJ20124062.pdf. Acessado em 14.03.2020).

Naturalmente, os contornos acabam sendo bastante casuísticos. O perigo é a ampliação indevida de um conceito que restringe direitos e impõe ônus adicionais ao acionista.[104] O conceito, portanto, não pode ser demasiadamente diminuído, a ponto de deturpar o processo da OPA para cancelamento de registro, nem ser exageradamente ampliado, afetando a esfera individual de direitos dos acionistas de forma desproporcional.

Vale notar, ainda, que, especificamente para OPA para cancelamento de registro, a definição de ações em circulação tem um fator adicional, pois comporão este universo apenas aquelas "cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22" (art. 16, inciso II, da Instrução CVM nº 361/2002) – e não necessariamente a totalidade da base acionária da companhia que se encaixa nos critérios de ação em circulação. Exclui-se da base de cálculo para o sucesso da oferta, portanto, os acionistas que permaneceram inertes durante o processo de OPA, prestigiado o princípio da neutralidade das omissões.[105]

Para que os acionistas possam se manifestar em relação à oferta, logo após a publicação do edital de oferta pública, eles devem credenciar, até a véspera do leilão, uma sociedade corretora para que os represente. As corretoras, por sua vez, devem informar o número de titulares que pretendem aceitar a oferta ou concordem expressamente com o cancelamento do registro. É este o universo de acionistas que será utilizado como base de cálculo para o quórum de 2/3 exigido pela Instrução CVM nº 361.[106]

---

[104] Ao ser considerada pessoa vinculada para fins da Instrução CVM nº 361/2002, o acionista **(i)** perde a prerrogativa de participar de eventuais deliberações relativas à revisão do laudo de avaliação; **(ii)** perde sua capacidade de influenciar politicamente no processo de fechamento de capital; **(iii)** sujeita-se à vedação temporal à realização de novas oferta dentro do período de um ano (art. 14 da Instrução CVM nº 361); e **(iv)** pode estar sujeito ao ônus de realizar uma OPA por aumento de participação, caso atinja mais de um terço das ações em circulação (art. 26 da Instrução CVM nº 361/2002) – ou acaba tendo o número de aquisições limitado, caso queira evitar a obrigação de realizar a oferta.

[105] Ao analisar o Processo Administrativo CVM nº RJ2012/6317, em 02.04.2013, a então diretora Luciana Dias apontou que: "[a]o regular a matéria, a Instrução CVM n.º 361, de 2002, entendeu por bem: (i) estabelecer um quórum qualificado para o cancelamento de registro; e (ii) considerar apenas a manifestação de vontade daqueles que se fizessem presentes, participando do leilão da oferta (art. 16, II). Com isso, pretendeu: (i) conferir maior poder de barganha aos minoritários no processo de fechamento de capital; (ii) corrigir distorções produzidas sob a vigência de normas anteriores, que atribuíram à omissão dos acionistas minoritários ora a concordância, ora a discordância com o cancelamento de registro; e (iii) não inviabilizar o fechamento de capital de companhias cujos acionistas minoritários fossem completamente afastados da vida da companhia." (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8147-0.pdf. Acessado em 24.02.2020). No mesmo sentido, cf. Wald (2012, p. 336).

[106] Cf. art. 22, §3º, da Instrução CVM nº 361: "[a] quantidade mínima referida no inciso II do art. 16 será calculada somando-se as ordens de venda emitidas com as manifestações expressas de concordância com o cancelamento de registro, encerrando-se o leilão quando do término do prazo previsto para a sua realização, ou quando atingida a quantidade mínima referida no inciso II do art. 16, o que ocorrer primeiro".

O percentual, contudo, é uma exigência regulamentar, que vai além do que requer o art. 4º, §4º, da Lei das S.A., cuja redação prevê apenas a necessidade de "formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo", sem qualquer requisito de aceitação mínima. Talvez seja por isso que a Instrução CVM nº 361/2002 ainda tenha que se amparar no art. 21, §6º, da Lei nº 6.385/1976, como consta em seu preâmbulo, seguindo os passos dos normativos anteriores à Lei nº 10.303/2001.

2.2.3.1.1. Possibilidade de inversão do quórum

Diferentemente das instruções anteriores que tratavam do fechamento de capital, a Instrução CVM nº 361/2002 não faz distinções quanto ao procedimento aplicável a partir da base acionária da companhia[107] – o que pode ser objeto de críticas.[108]

A válvula de escape para as dificuldades decorrentes do alto grau de absenteísmo ou de bases acionárias muito pequenas e dispersa é a adoção de procedimento diferenciado para a OPA para cancelamento de registro, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002.

Diversos precedentes da CVM[109] reconhecem a possibilidade de, nestes casos, inverter o quórum de aceitação da oferta – isto é, ao invés de sucesso da oferta depender da

[107] Cf. Siqueira (2010, p. 733-735). Especificamente sobre os diferentes procedimentos na Instrução CVM nº 185/1992, cf. Ochman e Forgioni (1990, p. 39-45).

[108] Neste sentido, "[n]as companhias com bases acionárias reduzidas, nas quais a captação de recursos da poupança popular não terá sido expressiva; e em que provavelmente inexistirá liquidez de mercado, talvez a exceção ao princípio do majoritário faça ainda menos sentido.
Nessas companhias, a legislação e a regulamentação poderiam, eventualmente, limitar o cancelamento de registro à realização da OPA, nos termos da Lei das S.A.
Assim, evitar-se-ia que acionistas controladores detentores de quase a integralidade do capital social ficassem impedidos de cancelar o registro de companhia aberta em virtude de uma proteção a pouquíssimos acionistas – que não necessariamente estão alinhados com o interesse social" (TANNOUS, 2018, p. 136).

[109] Cf., por todos, Processo SEI 19957.002252/2016-78. Relator ser, j. em 20.06.2016. (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160920_R1/20160920_D0367.html. Acessado em 25.01.2020), cujo memorando da área técnica também versa sobre outros precedentes relacionados ao assunto.

aceitação de mais de 2/3 das ações em circulação, a implementação da oferta fica condicionada à não discordância por mais de 1/3 das ações em circulação.[110]

2.2.3.1.2. Única ação em circulação

A CVM já teve a oportunidade de se manifestar sobre situações limítrofes (e que impõem desafios distintos daqueles de companhias com um pequena base acionária dispersa, como visto no subitem acima[111]), envolvendo a incidência da OPA para cancelamento de registro em companhias com apenas uma ação fora das mãos do acionista controlador. Situações como essas são particularmente sensíveis porque concedem ao único acionista minoritário a palavra final sobre o fechamento de capital da companhia e podem suscitar comportamentos oportunistas pelo acionista minoritário.

Em alguns precedentes,[112] o Colegiado da CVM chegou a dispensar a realização da OPA para cancelamento de registro, sob o argumento, amparado pelo art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002,[113] de que não seria razoável exigir o lançamento de uma oferta em situações como essas, desde que comprovados os esforços do ofertante para localizar o

---

[110] As razões para a revisão do quórum de aceitação da oferta em casos excepcionais, em linha com o pressupostos da Instrução CVM nº 361/2002, foram bem exploradas na manifestação de voto do então diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 2003/11238, j. em 27.01.2004: "a Instrução CVM nº 361 visou, sobretudo, equilibrar e conciliar os interesses, dos minoritários, da companhia, dos ofertantes e do controlador, no que toca ao processo de oferta pública de aquisição de ações. Foi elaborada para ajustar os interesses e proteções nas ofertas públicas em geral, com vistas inclusive às grandes companhias, com larga base acionária. Naturalmente, ela se aplica, a princípio, a toda oferta pública de ações de companhia aberta. Disso decorre que em certos casos a instrução pode ser excessivamente "pesada" e acabar por representar um ônus desproporcional e o tal equilíbrio que se buscou alcançar acaba desmedido para um dos lados. Daí porque o art. 34 prevê a possibilidade de tratamento excepcional para determinadas ofertas públicas de aquisição e pode ser aplicado sempre que a CVM entender que a proteção que se imaginou em tese no caso específico não se justifica ou que, dentro da realidade e especificidade da oferta, representa um ônus desproporcional, de forma a que aquele equilíbrio que se procurou obter com a intervenção reguladora pode não fazer sentido.
Dito isto, registro apenas que a questão do quórum (e base de cálculo) previsto na Instrução CVM nº 361 para êxito de uma oferta pública de aquisição pode ser revista não só em função de uma pequena quantidade de ações em circulação, mas também por conta de uma excessiva concentração destas participações nas mãos de poucos acionistas.". (Processo Administrativo CVM nº 2003/11238. Relator Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 27.01.2004. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/4265-1.pdf. Acessado em 24.02.2004).

[111] Afinal, a inversão do quórum de aceitação não seria medida apta a solucionar os problemas existentes em casos de companhias com uma única ação em circulação.

[112] Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ 2004/1359, Relator Diretor Wladimir Castelo Branco, j. em 18.05.2004 e o Processo Administrativo CVM nº RJ2007/14121, relator SRE, j. em 29.01.2009.

[113] "Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso."

acionista minoritário e ressarci-lo pelo valor referente à sua participação na companhia, caso não concorde com o fechamento.

Embora a oferta pública, pela sua própria natureza, não seja o instrumento mais adequado para lidar com situações em que não é necessário conciliar os interesses de diversos acionistas nem lhes garantir um tratamento uniforme, o lançamento da OPA decorre de uma exigência legal (art. 4º, §4º, da Lei das S.A.), a qual a CVM não tem competência para afastar. Outra possibilidade seria a não incidência da OPA para cancelamento de registro pela ausência do suporte fático que enseja sua realização, como entenderam a diretora Flavia Perlingeiro e o diretor Gustavo Gonzalez ao analisar o Processo CVM SEI nº 19957.003194/2019-42 em 30.04.2019.[114] A maioria do Colegiado entendeu, contudo, que o mais acertado seria a realização de oferta com procedimento diferenciado, com a dispensa de diversos requisitos previstos na regulamentação, inclusive a observância do quórum previsto no art. 16, inciso II, da Instrução CVM nº 361/2002, em linha com o precedente estabelecido no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/4470.[115]

Como o quórum de aceitação da OPA para cancelamento de registro é imposto pela Instrução CVM nº 361/2002, o Colegiado da CVM tem competência para afastá-lo. Além disso, a solução adotada é coerente com as hipóteses de flexibilização do procedimento para cancelamento de registro previstas nas Instruções CVM nº 3/1978 e 185/1992, em que se

---

[114] Para a diretora Flavia Perlingeiro, "a Lei n° 6.404/76 não teve por objetivo criar um requisito de unanimidade para que o cancelamento de registro pudesse ser realizado, mas sim de universalidade da oferta (necessariamente dirigida a todos os titulares de ações em circulação no mercado).
No caso concreto (...) caberia considerar, de um lado, que a interpretação das normas legais e regulamentares deve se coadunar com os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade e, por outro, que não se deve prestigiar interpretação que propicie a prevalência de comportamentos potencialmente abusivos ou caprichosos", de modo que "uma companhia aberta possa ficar refém (pela inércia ou pela oposição) de um único acionista, detentor de uma única ação, que já não conta (nem nunca contou) com liquidez de mercado, e ao qual em nada aproveita impedir a eliminação, pela companhia, dos custos incidentes para o cumprimento dos seus deveres legais de companhia aberta, sem que haja planos da companhia de acessar o mercado de valores mobiliários". O diretor Gustavo Gonzalez, por sua vez, ressaltou ainda que "diante das circunstâncias bastante específicas do caso, a ação detida pelo minoritário não poderia sequer ser considerada como 'em circulação'" (Processo CVM SEI nº 19957.003194/2019-42. Relator SRE, j. em 30.04.2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190430_R1/20190430_D1386.html. Acessado em 24.02.2020). Cf., no mesmo sentido, a manifestação da área técnica no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/4470, que não foi acompanhada pelo Colegiado na ocasião (manifestação de voto do diretor Otavio Yazbek no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/4470, Relator SRE, j. em 17.11.2009. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20091117_R1/20091117_D37.html. Acessado em 24.02.2020).

[115] Naquele caso, o Colegiado da CVM autorizou o ofertante "a efetuar a aquisição das ações dispersas em mercado nos termos por ela propostos, reservando ainda, àqueles acionistas que comprovadamente não se conseguiu contatar ou de que não se obteve resposta (e tendo em vista os valores representados pelas ações por eles detidas e as condições em que eles se encontram), os valores devidos." (manifestação de voto do diretor Otavio Yazbek, j. em 17.11.2009. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20091117_R1/20091117_D37.html. Acessado em 24.02.2020).

assegurava ao acionista minoritário apenas salvaguardas econômicas,[116] e não distorce o suporte fático para incidência do art. 4º, §4º, da Lei das S.A.[117]

Por fim, vale destacar que a transposição dessa solução para outras situações que, em um primeiro momento, possam parecer semelhantes, como o caso em que um único acionista detém todas as ações em circulação, exige alguns cuidados. Na hipótese de essas ações representarem uma pequena quantidade do total do capital social, a adoção de um procedimento parecido pode fazer sentido.

Por outro lado, caso o acionista detenha uma parcela relevante, não é razoável que se apliquem as mesmas dispensas, sobretudo a do quórum de aceitação da oferta. Nessa hipótese, a companhia teria exposição ao mercado, ainda que concentrada em um único acionista.[118] Talvez um parâmetro adequado para autorizar essa dispensa seja o percentual de ações em que se permite realizar o *squeeze-out*, previsto no art. 4º, §5º, da Lei das S.A., uma vez que o legislador já reconheceu que, nesse caso, o acionista controlador não precisa permanecer na companhia fechada, convivendo com acionistas minoritários que representam uma parcela pequena do capital social.

2.2.3.2. O limite de 1/3 das ações em circulação

Compartilhando parte das preocupações que deram origem à Instrução CVM nº 345/2000, a Instrução CVM nº 361/2002 manteve, em seu art. 15, a limitação de aquisição de 1/3 das ações em circulação, caso menos de 2/3 delas aceitem a oferta.

Como aponta Tannous (2018, p. 132), o objetivo da regra "é exatamente o mesmo da Instrução CVM nº 345/00: evitar que a base de acionistas remanescente após a realização da

---

[116] Cf. nota de rodapé 79.

[117] A situação pode não ser a ideal para a incidência da OPA, mas ainda assim constitui seu suporte fático, uma vez que há a decisão de fechamento de capital e existe ação em circulação, conforme definição legal e regulamentar, admitida à negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários.

[118] Nada impede, contudo, que sejam adotados mecanismos privados para solucionar eventuais impasses relacionados ao fechamento de capital da companhia – por exemplo, a compra e venda da participação acionária detida pelo acionista minoritário.

OPA seja demasiadamente estreita, prejudicando a amplitude de mercado, e consequentemente sua liquidez".[119]

2.2.3.3. Proteções posteriores à liquidação da OPA

Caso mais de 2/3 das ações em circulação aceitem a oferta, a Instrução CVM nº 361/2002 oferece uma segunda oportunidade para aqueles que não aderiram à OPA alienarem suas ações, outorgando-lhes uma opção de venda (a ser exercida contra o ofertante), com contornos parecidos com que existia desde a Instrução CVM nº 3/1978.

Assim, a regulamentação exige a declaração do ofertante no instrumento de OPA que vise a aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação da companhia, de que, caso adquira mais de 2/3 dessas ações, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 meses a contar da data de realização do leilão, pelo mesmo preço exercido no leilão, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do art. 10, §2º, da Instrução CVM nº 361.[120]

Como visto acima, por meio da opção, a norma cria um mecanismo que assegura ao acionista minoritário "a possibilidade de discordar da oferta, sem correr o risco de, em não aceitando a OPA, ficar obrigado a permanecer acionista de uma companhia cuja liquidez no mercado foi sensivelmente reduzida" (EIZIRIK, 2011, p. 580).

---

[119] No mesmo sentido, Eizirik sustenta que: "entende a CVM que o ofertante somente poderia comprar todas as ações ofertadas à venda se a aceitação ultrapassar 2/3 (dois terços) das ações em circulação, visto que, atingido tal patamar, ficaria configurado que a oferta é equitativa para os minoritários, tanto que foi aceita por parcela significativa deles e, além disso, os discordantes ainda teriam a opção de, pelo prazo de 3 (três) meses, venderes suas ações o ofertante, conforme referido no artigo 10, §2º." (EIZIRIK, 2011, p. 584).
O dispositivo, vale destacar, foi objeto de recente alteração, por meio da Instrução CVM nº 616/2019, passando a excluir de seu âmbito de aplicação, além da OPA por alienação de controle, a OPA por aumento de participação e as OPA previstas em regulamentos de entidade administradora de mercados organizados (como a OPA para saída de segmento especial de listagem).

[120] "Art. 10 O instrumento da OPA será firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição intermediária e conterá, além dos requisitos descritos no Anexo II a esta Instrução, o seguinte: (...) §2º Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos: I – exercício da faculdade pelo acionista; ou II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo".

Por fim, a Instrução CVM nº 361/2002 ainda prevê mecanismos de proteção "pós-OPA", nos termos do art. 10, inciso I[121], e art. 14[122], impedindo que o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada lance nova OPA pelo período de um ano, a contar do leilão, exceto se obrigados a fazê-lo ou se estenderem as condições da nova OPA aos acionistas que aceitaram a oferta anterior, pagando-lhes eventual diferença de preço.

2.3. A FUNCIONALIDADE DA OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO

De maneira geral, a OPA para cancelamento de registro parece cumprir as funções que guiaram a sua criação.

O fechamento de capital de uma companhia implica a sua perda tanto do acesso à estrutura de mercado, que favorece a circulação de ações, quanto ao seu regime jurídico diferenciados. A OPA para cancelamento de registro cria obstáculos para o fechamento de capital e cria uma oportunidade para os acionistas minoritários aproveitarem uma última saída de liquidez em mercado. Sem a imposição da oferta, o fechamento de capital poderia ser demasiadamente simples e realizado à revelia do acionista minoritário, que decidiu investir em uma companhia dotada de determinadas características e sob algumas proteções – o que incentivaria um comportamento oportunista por parte do acionista controlador.

A Nota Explicativa nº 08 esclarece as preocupações do regulador no momento de criação desse mecanismo, que visa tutelar as expectativas dos investidores ao aportarem seus recursos nas companhias abertas, balanceando a necessidade de criar barreiras para dificultar

---

[121] "Art. 10 O instrumento da OPA será firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição intermediária e conterá, além dos requisitos descritos no Anexo II a esta Instrução, o seguinte: I – declaração do ofertante, quando este for acionista controlador ou pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, de que se obriga a pagar aos titulares de ações em circulação, que aceitarem a OPA, a diferença a maior, se houver, entre o preço que estes receberem pela venda de suas ações, atualizado nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, e ajustado pelas alterações no número de ações decorrentes de bonificações, desdobramentos, grupamentos e conversões eventualmente ocorridos, e: a) o preço por ação que seria devido, ou venha a ser devido, caso venha a se verificar, no prazo de 1 (um) ano contado da data de realização do leilão de OPA, fato que impusesse, ou venha a impor, a realização de OPA obrigatória, dentre aquelas referidas nos incisos I a III do art. 2º ; e b) o valor a que teriam direito, caso ainda fossem acionistas e dissentissem de deliberação da companhia objeto que venha a aprovar a realização de qualquer evento societário que permita o exercício do direito de recesso, quando este evento se verificar dentro do prazo de 1 (um) ano, contado da data da realização do leilão de OPA."

[122] "Art. 14. A companhia objeto, o acionista controlador e pessoas a ele vinculadas não poderão efetuar nova OPA tendo por objeto as mesmas ações objeto de OPA anterior, senão após a fluência do prazo de 1 (um) ano, a contar do leilão da OPA anterior, salvo se estiverem obrigados a fazê-lo, ou se vierem a estender aos aceitantes da OPA anterior as mesmas condições da nova OPA, pagando-lhes a diferença de preço atualizada, se houver."

o fechamento de capital (e, com isso, evitar comportamentos oportunistas) sem, contudo, inviabilizar uma operação que pode ter motivações legítimas.

O equilíbrio reside no fato de que, embora a decisão de fechamento de capital parta do acionista controlador ou da administração (na hipótese de a própria companhia ser a ofertante), o procedimento da OPA para cancelamento de registro proporciona aos demais acionistas a possibilidade de vetar a operação. Ao exigir um quórum mínimo de aceitação da OPA, deixa-se a cargo dos acionistas detentores de ações em circulação a aprovação quanto à perda do pressuposto de liquidez de seus títulos e das garantias oferecidas pelo regime jurídico das companhias abertas.

Neste sentido, é possível citar diversos casos em que os acionistas minoritários barraram operações de fechamento de capital, de forma que as companhias se mantiveram abertas, a despeito da vontade do acionista controlador (o ofertante). É o que ocorreu com a Unipar Carbocloro S.A.[123], a Tec Toy S.A.[124] e a Whirlpool S.A.[125]

Ademais, a inserção do conceito de *preço justo* na Lei das S.A. em 2001 e as medidas previstas para salvaguardar a higidez do preço ofertado são mecanismos importantes para tornar a oferta mais atrativa aos acionistas e evitar comportamentos oportunistas por parte de acionistas controladores de companhias com baixa liquidez ou cujas ações tenham a cotação depreciados – casos em que a OPA pode ser a única saída de liquidez para esses acionistas, independentemente do valor ofertado (que, até então, era totalmente arbitrado pelo ofertante).

Embora o conceito não seja à prova de falhas,[126] ele oferece um ponto de partida importante ao criar uma base para o preço da oferta, cujas premissas podem ser questionadas a partir de métricas financeiras previstas no §4º do art. 4º da Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 361/2002. Aliás, sem esses contornos mínimos para se questionar o preço, o próprio debate que envolve a sua eventual revisão (art. 4º-A) se esvaziaria.

---

[123] Cf. fato relevante da Unipar Carbocloro S.A. de 23.08.2017.
[124] Cf. fato relevante da Tec Toy S.A. de 14.12.2016.
[125] Cf. fato relevante da Whirlpool S.A. de 08.12.2016.
[126] É possível, por exemplo, o gerenciamento de resultados de companhias abertas antes do fechamento de capital, impactando o *valuation* da companhia para efeitos do cálculo do preço justo. Sobre o assunto, cf. Santos (2010). O estudo conclui que: "[n]o caso da Lei de 2001, cujo objetivo era deter a prática do fechamento branco de capital, um dos prováveis efeitos colaterais que pode ter ocorrido foi o aumento da manipulação contábil. Foram achados resultados que indicaram que empresas que fecharam capital previamente à vigoração (sic.) da lei manipulavam seus resultados com menos frequência do que aquelas que fecharam depois. Além disso, tendo analisado todos os períodos em questão, há evidências de que houve um aumento de manipulação significativo logo em seguida à vigência da lei e também em períodos posteriores a ela" (SANTOS, 2010, p. 62).

Além disso, o remédio previsto no art. 10, §2º, da Instrução CVM nº 361/2002 – isto é, a opção de venda – é um mecanismo capaz de eliminar eventuais riscos relacionados ao dilema do prisioneiro ao qual os acionistas minoritários poderiam se deparar no momento de realização da OPA para cancelamento de registro.

Eventualmente, é possível que haja distorções neste procedimento.

É o caso da correta identificação daqueles acionistas que detêm ações em circulação, questão central para o desfecho da oferta. A CVM já julgou situações em que foi necessário definir se determinados acionistas seriam, de fato, detentores de ações em circulação ou pessoas vinculadas ao acionista controlador, já que o conceito de ações em circulação na Instrução CVM nº 361/2002 é feito por exclusão.[127] Nestes precedentes, como não poderia deixar de ser, impera a casuística, o que pode criar certa instabilidade no processo da OPA.

De toda forma, eventuais abusos de acionistas minoritários na decisão de fechamento de capital podem ser dirimidos pela própria lei societária, que dispõe de mecanismos de combate ao abuso de minoria.[128]

A possibilidade de revisão do laudo de avaliação também é uma medida protetiva aos acionistas minoritários quanto aos seus interesses econômicos. No entanto, há alguns aspectos procedimentais em relação à requisição de nova avaliação que podem, na prática, dificultar sua implementação. Por exemplo, em casos de companhia com alto grau de dispersão acionária, é necessário que haja um engajamento dos acionistas detentores de ações em circulação para **(i)** se obter o quórum mínimo de 10% das ações em circulação para se realizar o pedido de novo laudo; e **(ii)** para demonstrarem a "falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado" (art. 24, inciso I, da Instrução CVM nº 361/2002) – o que muitas vezes requer o auxílio de especialistas.

Essas medidas não deixam de ser necessárias, barrando pedidos descabidos e protelatórios, mas exigem um grau de sofisticação por parte dos acionistas para que o pedido de revisão seja um instrumento viável – tanto para a articulação dos acionistas quanto para a discussão técnica acerca do laudo de avaliação.

A lei também não é totalmente clara quanto à base acionária legitimada para realizar este pedido – seriam apenas os acionistas que já detinham ações da companhia antes da

---

[127] É o caso do Processo SEI nº 19957.008059/2016-41, Relator SRE, j. em 30.05.2017 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170530_R1/20170530_D0681.html. Acessado em: 03.07.2018).

[128] Para uma análise aprofundada sobre os instrumentos societários em situações de abuso de minoria, cf. Adamek, (2014).

divulgação da intenção do acionista controlador em realizar a oferta ou estariam legitimados outros acionistas que adquirissem ações da companhia após essa divulgação?

Esses são alguns problemas pontuais relacionadas à OPA para cancelamento de registro. Eles, no entanto, não criam disfunções intrinsecamente ligadas ao atingimento do seu objetivo, qual seja, a imposição de barreiras que dificultem o movimento de fechamento de capital sem, contudo, inviabilizar por completo a operação.

3. A OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO

3.1. A CRIAÇÃO DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO

3.1.1. O "fechamento branco de capital" e a OPA por aumento de participação

Historicamente, o mercado acionário brasileiro é caracterizado por empresas com uma estrutura de capital altamente concentrada.[129] Mesmo após o ingresso do capital estrangeiro e as privatizações durante a década de 1990, esse cenário se manteve e, como resultado, nosso mercado não é efetivamente líquido.[130]

Diante disso, práticas não equitativas relacionadas à falta de liquidez do mercado eram frequentes – e se tornaram ainda mais recorrentes após a retirada do art. 254 da Lei das S.A.[131] Isso porque a alteração legislativa promoveu um movimento de "venda de controle acionário de empresas com prêmios excessivos, seguidos por ofertas públicas que teriam forçado os minoritários atender aos interesses dos controladores" (WALD; MORAES, 1999, p. 66).[132]

Neste cenário, o chamado "fechamento branco de capital" acabou virando uma preocupação constante por parte do regulador.[133] A expressão designa um tipo de operação específica no mercado, quando o acionista controlador adquire, aos poucos, uma grande quantidade de ações em circulação da controlada, reduzindo substancialmente sua base acionária e a quantidade de ações em circulação. Apenas depois de elevar sua participação, e em alguns casos, o controlador realizava o efetivo cancelamento de registro de companhia aberta.

Por meio deste tipo de operação, o acionista controlador conseguia **(i)** "determinar o preço e as condições em que as ações de sua controlada serão negociadas no mercado

---

[129] Neste sentido, cf. Munhoz (2013, p. 101-111) e MB Associados (2000, p. 34).
[130] Sobre a importância da liquidez no mercado de capitais, cf. Tannous (2018, especialmente p. 53 e ss.).
[131] O contexto da retirada do art. 254 da Lei das S.A é abordado no item 4.1.2 desta dissertação.
[132] Os autores ainda destacam que os acionistas controladores não se utilizavam apenas de ofertas públicas voluntárias para adquirir ações, mas também da "compra de lotes de ações no mercado", com a finalidade de enxugar o volume de ações em circulação, "sem que seja solicitado formalmente o cancelamento do registro de companhia aberta, deixando de fazer a *disclosure* da sua intenção e de proporcionar aos acionistas minoritários liquidez para a venda de suas ações" (WALD; MORAES, 1999, p. 68).
[133] Carlos Augusto Junqueira de Siqueira alia o "fechamento branco de capital" ao resultado "de vários fatores, como a abertura da economia, o ingresso de capitais estrangeiros, o expressivo processo de compra de companhias brasileiras e o abrandamento da Lei das S.A., no que respeita à proteção dos minoritários – especialmente o direito de recesso e a extinção *do tag along* na reforma de 1997, para facilitar a implementação do programa de privatização" (SIQUEIRA, 2010, p. 175).

secundário, visto que, caso resolva alienar suas ações, o acionista minoritário passa a ter como único comprador principal o acionista controlador" (EIZIRIK *et. al.*, 2011, p. 600); e **(ii)** reduzir os custos inerentes à realização de uma OPA para cancelamento de registro, uma vez que a quantidade de ações objeto desta oferta seria menor (TANNOUS, 2018, p. 156).[134]

Seus efeitos negativos, no entanto, são diversos, para os acionistas e o mercado em geral. Tannous, por exemplo, destaca a deturpação no processo de formação do preço do ativo ante a "ausência de profundidade e de amplitude do mercado" (TANNOUS, 2018, p. 156), decorrente das aquisições do acionista controlador.

Além disso, tais aquisições geram um tratamento inadequado (e muitas vezes desigual) aos acionistas minoritários que vão, aos poucos, alienando suas ações, sem o pleno conhecimento do que, de fato, está acontecendo – geralmente, um evento preparatório a um fechamento de capital, que, se fosse realizado nos termos da regulamentação aplicável, ensejaria proteções adicionais.

Em resposta, e tendo em vista que a liquidez das ações poderia ser afetada por uma conduta do acionista controlador, a regulação (e, posteriormente, a Lei das S.A.) passou a prever a obrigação de se lançar uma OPA, dirigida a todos os acionistas afetados, assegurando-lhes um evento de liquidez nos moldes do que lhes seria oferecido caso se decidisse proceder com o fechamento de capital da companhia. Enquanto o bem jurídico

---

[134] É importante destacar a verdadeira intenção do acionista controlador em operações dessa natureza. Ela era "apenas estreitar o mercado acionário, para se livrar de parte do ônus inerentes ao processo de cancelamento de registro. Ele não agia, portanto, para atender a uma necessidade premente de natureza política (já que detinha o controle), tampouco financeira (já que, ao exercer o controle, tinha o poder de gerir o caixa da companhia)" (TANNOUS, 2018, p. 154). A Dynamo Administração de Recursos Ltda., na "Carta Dynamo nº 28", coloca o problema da seguinte forma: "[a]o invés de percorrer todas as etapas traçadas pela 229 - em especial a Assembléia e a questão dos 67% - o controlador percebeu que poderia fazer melhor: simplesmente anunciar uma oferta pública voluntária para a aquisição de ações, sem entrar no mérito da intenção subsequente de fechar formalmente ou não o capital. É claro que sendo uma oferta pública, cada acionista pode optar por vender ou não suas ações. Mas aqui entra a questão de monopólio na produção de iliquidez que vimos tratando desde o início: a minha decisão de vender depende do que farão os demais pois se o preço oferecido é baixo eu prefiro não vender se muitos também não o fizerem. Caso contrário, a perspectiva de ficar com uma ação ilíqüida pode tornar a venda inevitável quase que independentemente do preço. Na oferta pública não é possível saber a priori quem venderá ou não. Tudo fica ainda mais complicado pelo fato de que, encerrada a oferta, o acionista que permanecer com suas ações não terá como vendê-las posteriormente dado que a oferta não fica aberta por um período suficente para que se possa conhecer a posição dos outros acionistas. Alguns chegaram mesmo a ofertar preços maiores para os primeiros vendedores e a partir daí o preço ia se reduzindo, fazendo com que os acionistas se "apressassem" na sua decisão de vender. Nos casos em que nós, da Dynamo, tentamos objetar quanto ao preço da oferta, absolutamente fora de qualquer padrão razoável vis a vis os números fornecidos pela própria companhia, a resposta era tão simples quando cínica: - "se vocês acham barato, então não vendam!". Só que não vender na oferta pública pode significar não vender as ações por muito tempo, pois o mercado do papel pode simplesmente desaparecer. É na exploração desta armadilha de iliquidez, proporcionada pelo papel de comprador monopolista do controlador, que residia, até recentemente, o truque da circunavegação da 229." (disponível em: http://www.dynamo.com.br/uploads/214b4478db94d90b1087a5410540660c060c0c63.pdf. Acessado em 13.03.2020).

protegido pela OPA para cancelamento de registro é "um pressuposto de liquidez – acesso ao mercado secundário – sobre o regime jurídico aplicável às companhias abertas", a OPA por aumento de participação protege "a liquidez de mercado" (TANNOUS, 2018, p. 159). Assim, a OPA por aumento de participação é um mecanismo que tutela os acionistas contra a redução da liquidez de suas ações em casos da progressiva concentração de novas posições acionárias por parte do acionista controlador (YAZBEK, 2017, p. 762).

3.1.2. Um caso paradigmático

No contexto do "fechamento branco de capital", vale mencionar um caso paradigmático julgado pela CVM em 2000. Trata-se do "fechamento branco de capital" da Lojas Renner S.A., ocorrido entre 1998 e 1999,[135] cuja acusação foi formulada com base na alínea "d", do inciso II, da Instrução CVM nº 8/1979, pelo uso de "prática não-equitativa no mercado de valores mobiliários na negociação de ações de emissão da Lojas Renner S/A nos meses de dezembro de 1998 e janeiro de 1999".

Em resumo, a JC Penney havia adquirido o controle da Renner privadamente, sem que fosse divulgado o preço da operação. Em seguida, a JC Penney também lançou uma oferta pública voluntária, visando adquirir até 70% ações preferenciais de emissão da Renner. No edital da oferta, foi manifestada a intenção da JC Penney de manter a Renner como uma companhia aberta.

Após a realização da OPA voluntária, a JC Penney Brasil Investimentos Ltda. adquiriu diversas ações ordinárias e preferenciais de emissão da Renner em leilão em bolsa a um preço superior àquele ofertado na OPA. Isso gerou protestos por parte dos acionistas da Renner, basicamente por dois motivos: o primeiro era a diferença de preço "considerando ser estreito o espaço de tempo transcorrido entre as duas ofertas";[136] o segundo é o fato de que se deu a entender que os preferencialistas da Renner que não alienassem suas ações no âmbito da OPA continuariam em uma companhia aberta, com ao menos 30% das ações de

---

[135] Trata-se do Processo CVM nº RJ-05/99, j. em 23.11.2002, relator diretor Wladimir Castelo Branco (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2000/20001123_PAS_0599.pdf. Acessado em 10.11.2017). Para outros exemplos de casos de "fechamento branco de capital", cf. Siqueira, (2010, pp. 175 e ss.).

[136] Processo CVM nº RJ-05/99, j. em 23.11.2002, relator diretor Wladimir Castelo Branco (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2000/20001123_PAS_0599.pdf. Acessado em 10.11.2017).

sua emissão em circulação (ou seja, com alguma liquidez) – o que na prática não ocorreu, tendo em vista as aquisições paralelas em bolsa.

Diante disso, a acusação da CVM entendeu que a JC Penney:

> não deu a todos os acionistas das Lojas Renner S/A, as mesmas condições de negociação, pois houve prévio processo de negociação para os acionistas detentores de posições relevantes, quer acionistas ordinários quer preferencialistas, realizado tanto por iniciativa desses acionistas como por iniciativa da J. C. Penney Brasil Investimentos Ltda., ocorrendo transações através de negociações privadas e através do leilão realizado em 19.01.99, colocando os acionistas detentores de posições relevantes em flagrante posição de vantagem em relação aos demais acionistas da Companhia.[137]

Assim, estaria configurada uma espécie de prática não equitativa.

Em seu voto, o diretor relator Wladimir Castelo Branco deixou clara a possibilidade de as práticas não equitativas ocorrerem de diversas maneiras, mas sempre configurada pelos mesmos elementos: "a negociação com valores mobiliários, o tratamento diferenciado para qualquer das partes, em face das demais, e o desequilíbrio ou desigualdade provocado".[138]

No caso, segundo o relator, os acionistas da Renner foram induzidos a erro,[139] já que, pelas compras fragmentadas, "concretizou-se uma espécie de fechamento branco de capital, onde os acionistas, ao arbítrio da parte compradora, foram tratados como se pertencessem a categorias diferentes, de modo que o mesmo bem foi comprado a uns e a outros a preços substancialmente diversos",[140] isso sem contar o grupo de acionistas que remanesceu na companhia com suas ações esvaziadas de qualquer atributo de liquidez.

À época dos fatos, a CVM estava começando a regulamentar o "fechamento branco de capital". No entanto, como a Instrução CVM nº 299/1999, que passou a lidar com essa questão, ainda não era vigente quando os atos foram praticados, a acusação foi formulada com base na Instrução CVM nº 8/1979.[141]

---

[137] Idem.
[138] Idem.
[139] Como destacado mais adiante no voto do relator, "a certeza de que as operações induziram os investidores a erro, de modo que as decisões tomadas pelos mesmos não se basearam em informações reais acerca da companhia. Uns poucos, com mais sorte ou mais bem informados, lograram interferir nas operações de compras realizadas em janeiro, e auferir o preço de R$ 37,61 por lote de mil. Mas nem todos puderam fazê-lo, restando 1% na companhia" (idem).
[140] Idem.
[141] Isso consta do próprio voto do relator: "[a] Instrução CVM nº 299/99 detalha um tipo de abuso. Mas há muitas outras possibilidades de abusos serem cometidos. Se o conteúdo normativo da Instrução CVM nº 08/79 é de ordem genérica, o da Instrução CVM nº 299/99 apresenta-se de natureza especial, em relação à primeira" (idem).

Foi apenas após 9 de fevereiro de 1999, e à luz de toda essa problemática, da qual o caso Renner é bastante representativo, que o "fechamento branco de capital" foi tratado de forma específica pela CVM.

3.1.3. A resposta da CVM: a Instrução CVM nº 299/1999 e seus desdobramentos

A primeira resposta específica da CVM ao problema do "fechamento branco de capital" foi a edição da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999. A instrução regulava: **(i)** a divulgação de informações na alienação de controle e no aumento de participação de acionista controlador, administrador e membro do conselho fiscal;[142] **(ii)** eventos relacionados à negociação de ações de própria emissão;[143] e **(iii)** "ofertas públicas para aquisição de ações" (art. 1º, inciso III, da Instrução CVM n º 299/1999).

A norma, por um lado, tinha uma preocupação eminentemente informacional, aumentando o rigor no processo de divulgação de informações relacionadas a operações de alienação de controle e aumento de participação do acionista controlador, administrador e membro do conselho fiscal, com a finalidade de tornar essas operações mais transparentes (especialmente quanto ao preço da venda do controle, sua composição e às intenções do adquirente).[144] Isso porque, após a revogação do art. 254 da Lei das S.A., criou-se um lapso informacional sobre o preço pago pelos adquirentes do controle.[145]

Por outro lado, a Instrução CVM nº 299/1999 criou um mecanismo para evitar situações que visassem contornar as normas legais e regulamentares relativas ao cancelamento de registro de companhia aberta, dentro do contexto do "fechamento branco de capital". Foi neste cenário que se criou a obrigatoriedade de lançamento de uma OPA "quando o adquirente for acionista controlador cuja participação acionária, na oportunidade do negócio, já tenha se elevado, efetiva ou potencialmente, em dez por cento das ações da

---

[142] A divulgação de informações por aumento de participação acionária é, atualmente, objeto da Instrução CVM nº 358/2002.

[143] Atualmente, a CVM regula a matéria através da Instrução CVM nº 567/2015.

[144] É o chamado princípio da não surpresa, que visa impedir aquisição de controle pelo método da escalada ou, ao menos, evitar que isso ocorra sem o prévio conhecimento do mercado.

[145] Como lembram Arnoldo Wald e Luiza Rangel de Moraes: "[f]icou, portanto, um vazio entre a regulação anterior e a trazida pela Lei 9.457/97 [que revogou o art. 254 da Lei das S.A.], na medida em que o adquirente de bloco substancial (acima de 10% das ações com direito de voto) estava obrigado a divulgar informações, enquanto o acionista controlador deixou de ser obrigado a sequer divulgar o valor da alienação e demais informações, que são consideradas importantes para decisão do investidor de vender ou comprar valores mobiliários de emissão da sociedade" (WALD; MORAES, 1999, p. 69). Os motivos e os desdobramentos decorrentes da revogação do art. 254 da Lei das S.A. serão tratados de maneira detalhada no item 4.1.2 desta dissertação.

mesma espécie e/ou classe daquelas que constituam o objeto da aquisição" (art. 12, da Instrução CVM nº 299/1999).[146]

Desde sua criação, a OPA por aumento de participação visou proteger os acionistas de mercado contra a redução da liquidez de suas ações em decorrência da progressiva aquisição de ações por parte do acionista controlador,[147] que diminui o volume de negociação do ativo (e consequentemente as possibilidades de realização de negócios) e deixa mais vulnerável o processo de formação do preço da ação (em decorrência da redução do número de operações no mercado) (YAZBEK, 2017, p. 762).

Ocorre que, conforme a dicção da Instrução CVM nº 299/1999, a obrigatoriedade do lançamento da OPA não decorria do atingimento de determinado percentual de participação, mas era um instrumento para *viabilizar* o aumento da participação do acionista controlador a partir de um limite. Dito de outra forma: era uma OPA *para* o aumento de participação, aplicável essencialmente quando o acionista controlador, ao adquirir mais ações de emissão da companhia controlada, já tivesse elevado sua participação acionária – "*efetiva ou potencialmente*" – em 10% das ações de mesma espécie e/ou classe daquelas que seriam objeto da aquisição.

O preço da oferta era estipulado pelo acionista controlador, que também poderia limitá-la a um número máximo de ações a serem adquiridas (caso em que seria assegurado um rateio proporcional entre os acionistas aceitantes). A elevação da participação era verificada a partir da posição do acionista controlador na entrada em vigência da Instrução CVM nº 299/1999 ou da participação original, em casos de aquisições de controle posteriores a 9 de fevereiro de 1999.

---

[146] O *caput* do art. 12, da Instrução CVM nº 299/1999, que impunha a obrigatoriedade de realização da OPA, tinha a seguinte redação: "[a] aquisição de ações de qualquer espécie e/ou classe, emitidas por companhias abertas, se dará, obrigatoriamente, através de oferta pública, quando o adquirente for acionista controlador cuja participação acionária, na oportunidade do negócio, já tenha se elevado, efetiva ou potencialmente, em dez por cento das ações da mesma espécie e/ou classe daquelas que constituam o objeto da aquisição, ou, ainda, promitente comprador, detentor de opção ou intermediário em negócio de transferência do controle acionário correspondente, bem como pessoa ligada a qualquer deles, de modo direto ou indireto, devendo ser observadas as seguintes regras básicas (...)".

[147] Como destaca Yazbek: "[a] OPA por aumento de participação enquadra-se, como se disse, nesse rol de medidas excepcionais destinadas a proteger os acionistas dispersos de uma sociedade contra risos que, em situações normais de mercado, poderiam decorrer daquele tipo de movimentação. Neste caso específico, se está tratando do risco de aquisição, pelos controladores, de novas participações societárias, redutor da quantidade de ações em circulação no mercado e, por isso mesmo, em princípio, também da liquidez das ações remanescentes (aquilo que, no Brasil, se convencionou chamar de 'fechamento branco de capital')"(YAZBEK, 2017, p. 761) .

Além disso, a instrução previa alguns requisitos para a oferta ser lançada, como: aprovação prévia pela CVM, publicação de instrumento de OPA (com algumas exigências informacionais específicas, previstas na instrução) e contratação de banco intermediário etc.

A Instrução CVM nº 299/1999, entretanto, não tinha força suficiente para inibir a prática do "fechamento branco de capital". A obrigatoriedade de realizar uma OPA resolvia os problemas relacionados à desigualdade de tratamento entre os acionistas, mas não disciplinava o preço que deveria ser ofertado. Assim, ainda era possível que o acionista controlador adquirisse parcelas relevantes das ações de emissão de sua controlada – reduzindo a liquidez desses títulos em mercado – sem que fossem assegurados aos minoritários os mesmos mecanismos de proteção oferecidos em uma situação de cancelamento de registro de companhia aberta (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 64). Na prática, como o ofertante ainda tinha a prerrogativa de fixar preço da oferta, em muitos casos, dado o receio dos acionistas minoritários quanto à provável perda de liquidez de suas ações, eles eram pressionados a vendê-las por preços baixos (PENNA, 2016, p. 399).

Diante disso, pouco mais de um ano depois, a Instrução CVM nº 299/1999 foi alterada pela Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, que estabeleceu um limite máximo para aquisição de ações em circulação no contexto da OPA por aumento de participação, dificultando a realização do "fechamento branco de capital".

Por meio da Instrução CVM nº 345/2000 foram inseridos ao art. 12 da Instrução CVM nº 299/1999 os incisos VI e VIII, alínea "e". Assim, caso houvesse a "habilitação de acionistas minoritários detentores, no seu conjunto, de quantidade superior a um terço das ações em circulação", o acionista controlador – ou pessoa a ele vinculada – deveria especificar, além do número mínimo e máximo de ações que se propunha a adquirir, se **(i)** desistiria da oferta ou **(ii)** iniciaria uma "novo procedimento de oferta pública, com observância das regras da Instrução CVM n.º 229/95 [que dispunha sobre o cancelamento do registro de companhia aberta], mantendo ou não o registro de companhia aberta".

Também foi inserido §3º ao art. 12 da Instrução CVM nº 299/1999, que estendia a necessidade de observância daquele limite de um 1/3 por um período de dois anos (contados da publicação do resultado da OPA). Caso esse limite fosse atingido antes do prazo, novas aquisições – pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada – só poderiam ser realizadas segundo as regras da Instrução CVM nº 229/1995.

Apesar das melhorias trazidas pela Instrução CVM nº 345/2000, a legalidade da Instrução CVM nº 299/1999 era passível de críticas. Afinal, a legislação em vigor à época não autorizava a CVM a estabelecer algum tipo de limite à aquisição de participação para o acionista controlador ou disciplinar ofertas públicas de aquisição de ações com este objeto.

3.1.3.1. A discussão sobre a legalidade da solução regulamentar

A função regulamentar atribuída à CVM pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976[148], certamente lhe dá poderes para complementar a lei. No entanto, a CVM, ao expedir apenas normas regulamentares, não pode – sob pena de nulidade – contrariar preceitos legais. Entre esses dois extremos,[149] é possível questionar até que ponto a CVM pode ampliar a lei, sempre "segundo o seu espírito e conteúdo, sobretudo nos aspectos em que a própria lei, explícita ou implicitamente, outorga à esfera regulamentar" (TÁCITO, 1997, p. 1079).

A discussão sobre os limites do poder regulamentar da CVM não é trivial e, no caso da OPA prevista no art. 12 da Instrução CVM nº 299/1999, sempre pairou uma dúvida acerca de sua legalidade.

Por um lado, cabe à CVM "fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários" (art. 8º, inciso III, da Lei nº 6.385/1976), "proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra (...) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas" e "evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado" (art. 4º, inciso IV, alínea "a" e inciso V, da Lei nº 6.385/1976 respectivamente). Por outro lado, a redação original da Lei das S.A., apesar de fazer algumas referências às OPAs, não mencionava, especificamente, uma oferta ou um negócio jurídico típico como aquele previsto no art. 12 da Instrução CVM nº 299/1999. Já a Lei nº 6.385/1976, que elenca os poderes da CVM – e de forma bastante ampla – não faz referências às OPAs em geral nem a dispositivos que

---

[148] "Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações."

[149] Como destaca Julya Sotto Mayor Wellisch: "partindo da premissa da absoluta impossibilidade de a lei exaustiva e previamente, estabelecer todas as condutas que o administrador público deveria praticar para resguardar o interesse público que lhe impende tutelar, notadamente em searas de marcado dinamismo como a econômica, foi imposta ao legislador a necessidade de outorgar à Administração cada vez mais a liberdade para determinar a real dimensão e o exato conteúdo dos preceitos legais que lhe dizem respeito" (WELLISCH, 2015, p. 162).

pudessem sustentar, mais diretamente, a legalidade da CVM na criação de uma oferta nestes termos (como ocorreu, por exemplo, no caso da OPA para cancelamento de registro).

A bem da verdade, logo no preâmbulo da Instrução CVM nº 299/1999, foram elencados alguns artigos vigentes à época que dariam base legal à sua criação.[150] Contudo, ao analisá-los não é possível depreender que seriam suficientes para concluir que, de fato, haveria uma autorização legal para a CVM criar a obrigatoriedade de uma OPA como a prevista no art. 12 da Instrução CVM nº 299/1999. Tanto é que o ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade, classificou o dispositivo como um "passo mais ousado, do ponto de vista da interpretação da lei".[151]

Isso fez com que alguns defendessem a ilegalidade do art. 12 da Instrução CVM nº 299/1999, tendo em vista a consagração, no ordenamento jurídico brasileiro, da liberdade contratual. Para eles, a CVM não poderia estabelecer "restrições à livre negociação de ações" (WALD; MORAES, 1999, p. 78). Afinal, se o sistema vigente privilegia a licitude de todas as operações não proibidas por lei, não caberia à CVM "a pretexto de coibir fraude ou qualquer manobra que venha a constituir prática não equitativa (...) editar regulamentação simplesmente inibindo negócios jurídicos não vedados por lei. Até porque a fraude não se presume" (WALD; MORAES, 1999, p. 78).

Para fortalecer o argumento de que a CVM estaria extrapolando os limites definidos pelo princípio da reserva legal, vale lembrar que, à época, as únicas disposições que impunham uma obrigação de lançar uma OPA em decorrência da aquisição de determinada parcela de ações (os antigos artigos 254 e 255 da Lei das S.A.) haviam disso revogadas. Desta forma, era possível sustentar que

> sendo juridicamente permitidos os negócios privados com ações de sociedades anônimas abertas, não h[avia] qualquer limitação legal a que os controladores e/ou quaisquer outras pessoas venham a comprar ações de outros acionistas, sem que isso possa implicar que o interessado em comprar tais papeis, em operação privada ou pública, seja obrigado a lançar uma oferta pública, dependendo da aceitação que tiver tal oferta, dada a situação de mercado ou outras circunstâncias, tenha, ainda, de comprar todas as ações da companhia que lhe forem oferecidas (WALD; MORAES, 1999, p. 77).

Foi apenas com o advento da Lei nº 10.303/2001, que acrescentou o §6º ao art. 4º da Lei das S.A., e, desta forma, criou uma previsão legal para a realização da OPA por aumento

---

[150] Seriam os artigos 4º, incisos V, VI e VII, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, alínea "a", e 22, incisos III, V, VI e VIII, da Lei nº 6.385/1976, e no art. 30, § 2º, da Lei das S.A.

[151] Cf. Declaração de voto do ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade, no Processo Administrativo CVM RJ 2007/5587, relator SRE, j. em 29.05.2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5505-0.pdf. Acessado em 21.01.2018.

de participação, que se colocou um fim nesta discussão e sanou o problema da falta de uma base legal para uma medida tão onerosa.

3.1.4. A Lei das S.A. e a Instrução CVM nº 361/2000

A partir da inserção do art. 4º, §6º, na Lei das S.A. ficou prevista em lei a obrigação de o acionista controlador realizar uma OPA, a *preço justo* (ou seja, calculado nos mesmos termos de uma OPA para cancelamento de registro), caso adquira ações em uma quantidade que eleve "sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes".

Houve, assim, uma mudança paradigmática em relação à oferta prevista na Instrução CVM nº 299/1999, pois a OPA por aumento de participação passa a ser uma obrigação decorrente do atingimento de determinada participação acionária – e não mais um meio para tal aquisição (TANNOUS, 2018, p 162). Desta forma, o mecanismo procura evitar os efeitos perversos da redução da liquidez das ações, indo além das medidas de cunho informacionais tipicamente adotadas na regulamentação do mercado de capitais.

A lei ainda deixou a cargo da CVM o preenchimento de um dos requisitos para a incidência da OPA: o estabelecimento de um percentual que "impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes". Esta é, na verdade, uma difícil missão, já que o "*impedimento de liquidez*" é um conceito indeterminado, estabelecendo consequências jurídicas (o lançamento da oferta) sem definir o conteúdo da sua hipótese de incidência (TANNOUS, 2018, p. 178).

Foi a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, a responsável por estabelecer este critério de impedimento de liquidez, além de prever o procedimento para a realização da OPA por aumento de participação, ao regular todo o regime de ofertas pública de aquisição. A instrução trata especificamente da OPA por aumento de participação em seus artigos 26 e seguintes. O *caput* do art. 26 definiu, ainda, o porcentual em que, segundo a CVM, haveria um impedimento de liquidez:

> Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37.

Como se pode notar, a Instrução CVM nº 361/2002 seguiu o parâmetro de impedimento de liquidez previsto na Instrução CVM nº 345/2000, uma vez que manteve como gatilho para a obrigação de realização da oferta a aquisição de ações que representem "mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe *em circulação*" (destacou-se)[152] – deixando como exceção a aquisição dessa quantidade de ações por meio de uma OPA.

Esta, no entanto, é apenas a primeira hipótese de incidência da OPA. O §1º do art. 26 prevê a *possibilidade* de a oferta ser exigível quando o grupo controlador, que detiver mais de 50% das ações de determinada espécie e classe, adquirir participação igual ou superior a 10% daquela mesma espécie e classe em período de 12 meses – ainda que não seja atingido o limite do *caput.*[153]

Trata-se de uma *possibilidade* porque o dispositivo deixa a cargo da CVM, no prazo de 6 meses, determinar a efetiva realização da OPA, caso entenda que a aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.

Por fim, cumpre lembra que o §4º do art. 26 prevê a possibilidade de realização de um procedimento alternativo, disposto no art. 28, que será objeto de análise mais à frente.

---

[152] Ações em circulação são definidas pela Instrução CVM nº 361/2002 como aquelas "emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria" (art. 3º, inciso III)

[153] A redação do §1º do art. 26 é a seguinte: "[c]aso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida". Outras hipóteses de incidência da OPA por aumento de participação (e a discussão delas serem hipóteses autônomas), nos termos da Instrução CVM nº 361/2002, serão tratadas nos itens 2.3 e 2.4 deste Capítulo III

3.1.4.1. O atual procedimento da OPA por aumento de participação

Uma vez configurado o evento que desencadeie a obrigação de realizar a OPA por aumento de participação, por se tratar de uma oferta obrigatória, o acionista controlador deverá requerer o seu registro perante a CVM em até 30 dias a contar da data do seu fato gerador (art. 26, §3º, da Instrução CVM nº 361/2002). Consequentemente, o acionista controlador também estará obrigado a realizar as divulgações necessárias ao mercado, nos termos do art. 3º, 9º e 12, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002.

A oferta terá por objeto todas as ações da classe ou espécie afetada (art. 26, §2º, da Instrução CVM nº 361/2002).[154] Além disso, a OPA deve ser lançada a preço justo. De acordo com a parte final do art. 4º, §6º, da Lei das S.A., o preço da oferta será determinado nos mesmos termos da OPA para cancelamento de registro, aplicando-se, portanto, as mesmas regras – incluindo a possibilidade de revisão do preço da oferta (art. 27, parágrafo único, da Instrução CVM nº 361/2002). A única diferença é que, no caso da OPA por aumento de participação, caso haja revisão do preço da OPA, "não será permitida a desistência da OPA pelo ofertante, salvo se adotar o procedimento alternativo a que se refere o art. 28" (art. 27, *caput*, da Instrução CVM nº 361/2002).

Após a análise da CVM e o deferimento do registro, procede-se à publicação do instrumento de OPA na forma de edital, nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia. O instrumento deverá conter, entre outras coisas, a declaração de que o ofertante, após a efetivação da oferta, caso venha a adquirir mais de 2/3 das ações de mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado – pelo prazo de 3 meses a contar da data do leilão – a adquirir as ações remanescentes pelo preço final da OPA devidamente ajustado. Trata-se, na verdade, da opção de venda (*put*) do acionista minoritário que, se a princípio não tem intenção de aderir à OPA, poderá fazê-lo posteriormente se houver ampla adesão à oferta (o que diminuiria ainda mais a liquidez de suas ações). Como visto no item 2.2.1.3 desta dissertação a medida reduz a pressão para que este acionista minoritário aceite a oferta pelo mero receio de seu sucesso.

Por fim, vale lembrar que, embora o procedimento da OPA por aumento de participação seja bastante parecido com procedimento da OPA para cancelamento de

[154] Assim, resta claro que caso a companhia tenha tanto ações ordinárias como ações preferenciais e apenas a liquidez das ações preferenciais tenha sido afetada, a oferta só precisará abranger as ações preferenciais.

registro, não é possível aplicar a regra de resgate compulsório prevista no art. 4º, §5º, da Lei das S.A. (exceto na hipótese de unificação com uma OPA para cancelamento de registro).

3.1.5. A função e os efeitos da OPA por aumento de participação

Atualmente, o "fechamento branco de capital" não é mais um problema no mercado de capitais brasileiro, sobretudo por conta da oferta prevista no art. 4º, §6º, da Lei das S.A. e seus critérios de fixação de preço simétricos à OPA para cancelamento de registro, o que desestimula a realização dessas operações que visavam, justamente, evitar os custos inerentes ao fechamento de capital.[155] Assim, em uma primeira análise, seria possível afirmar que a OPA por aumento de participação cumpre a função para qual foi historicamente criada: inibir o "fechamento branco de capital".

Ocorre que o art. 4º, §6º, na Lei das S.A. acaba regulando todas as situações (inclusive aquelas não imaginadas pelo legislador) nas quais o acionista controlador possa criar, por meio de sucessivas aquisições, um *impedimento de liquidez*. Com isso, a OPA por aumento de participação produz efeitos que estão além e aquém do que lhe é esperado.

Seus efeitos vão além dos objetivos proposto porque atingem aquisições que, eventualmente, não caracterizam um "fechamento branco de capital". Pela sua dicção, o dispositivo abarca todo movimento de progressiva concentração de novas posições acionárias por parte do acionista controlador, independentemente do fato desses movimentos causarem um efetivo impedimento de liquidez. E é essa a disfunção fundamental da OPA por aumento de participação e o motivo pelo qual seus efeitos encontram-se aquém do que deveriam. A ferramenta criada para, em última análise, sanar um problema de liquidez,[156] é incapaz de aferir com precisão justamente o bem jurídico que pretende proteger. Afinal, a premissa implícita da OPA por aumento de participação é justamente a necessidade de proteger a liquidez das ações remanescentes – é a tutela desse bem jurídico que legitima sua imposição.

---

[155] Esta função da OPA por aumento de participação e seu histórico ficam particularmente evidente no PAS CVM nº RJ2004/4627, relatora diretora Norma Parente, j. em 28.01.2005.

[156] Ainda que sejam problemas limitados aos atos praticados pelo acionista controlador, pois, como lembra Tannous, a OPA por aumento de participação "[n]ão se trata, contudo, de uma proteção absoluta. Seu alcance se restringe a condutas praticadas pelo acionista controlador ou por sociedade controladora" (TANNOUS, 2018, p. 162).

No entanto, ao relacionar o impedimento de liquidez a uma *porcentagem* de ações detidas pelo acionista controlador, a lei ignora atributos típicos de um ativo líquido, elegendo um "meio inadequado à finalidade perseguida" (TANNOUS, 2018, p. 200).

Os precedentes da CVM reconhecem essa contraditória limitação da OPA por aumento de participação, aplicável mesmo nos casos em que a liquidez das ações remanescentes jamais foi afetada pela retirada de ações em circulação.[157] Ou seja, o sucesso da OPA em coibir o "fechamento branco de capital" é apenas uma de suas facetas. A outra face revela os problemas decorrentes de sua extensão, resultantes da própria estrutura da oferta. Sua disfunção não se dá, portanto, pela impossibilidade de alcançar seu fim primário, mas pela incapacidade de tutelar efetivamente o seu pressuposto básico, a liquidez das ações remanescente em circulação, que, ao cabo, é o que legitima e motiva sua criação.[158]

3.2. A INCIDÊNCIA DA OPA E SEUS PROBLEMAS

3.2.1. Os requisitos previstos no art. 4º, §6º, da Lei das S.A.

Os requisitos legais para a configuração da hipótese de lançamento da OPA são os seguintes: **(i)** aquisição de ações que gere um aumento de participação, **(ii)** por parte do acionista controlador, **(iii)** que ultrapasse uma determinada percentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes. Cada um deles será analisado separadamente a seguir.

3.2.1.1. O acionista controlador ou a sociedade controladora

A Lei das S.A. limita a incidência da OPA por aumento de participação a uma conduta do acionista controlador, presumindo que a falta de liquidez é resultado de um ato praticado por ele. Embora nem sempre a perda de liquidez tenha uma relação direta com o

---

[157] Cf., neste sentido, o PAS CVM nº RJ2016/773, relator diretor Carlos Rebello, j. em 29.10.2019, Processo Administrativo CVM nº RJ2011/2817, relator diretor Henrique Machado, j. em 02.08.2016, Processo Administrativo CVM nº RJ2012/14764, relator diretor Otavio Yazbek, j. em 30.07.2013 e o Processo CVM nº RH2014/4394, relator SRE, j. em 03.06.2014.

[158] A definição da "*liquidez das ações remanescentes*" como o bem jurídico tutelado pela OPA por aumento de participação é corroborado pelo entendimento do então presidente da CVM, Marcelo Trindade, em sua declaração de voto no âmbito do Processo CVM nº 2004/4912, relatora diretora Norma Parente, j. 16.11.2004 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4506-1.pdf. Acessado em 14.12.2017).

detentor do poder de controle,[159] o recorte da Lei das S.A. é condizente ao menos com o contexto histórico da criação da OPA por aumento de participação, ligado às operações de "fechamento branco de capital".

Ocorre que, dadas as várias formas de se organizar e configurar o poder de controle da companhia, há casos em que o cumprimento deste requisito pode gerar dúvidas.

3.2.1.1.1. Controle minoritário

Um exemplo disso se dá em companhias cujo controle de fato é exercício por acionista que detém menos da maioria das ações com direito de voto. Em um caso de controle minoritário, haveria que se falar em OPA por aumento de participação, caso o acionista ultrapasse os limites impostos pela regulamentação? Afinal, se reconhecido o controle minoritário e dentro de uma hipótese de redução da liquidez das ações por conta de uma atuação do acionista controlador, por que não incluir esta situação no âmbito do art. 4º, §6º, da Lei das S.A.?

Há, entretanto, bons argumentos para sustentar a inaplicabilidade da OPA por aumento de participação em caso de controle minoritário. Em primeiro lugar, ainda que a equiparação entre controle minoritário e majoritário faça sentido para fins de responsabilização do acionista controlador (art. 116 da Lei das S.A.), não é sempre que ela é adequada – e o caso mais emblemático talvez seja a diferenciação de acionista controlador para os fins do art. 254-A.

A OPA por aumento de participação foi concebida para tratar do problema do "fechamento branco de capital", presumindo um cenário de controle acionário sucedido pela realização de diversas aquisições esparsas de ações, o que estreita a liquidez de mercado das ações remanescentes.

O fato de condutas praticadas por acionistas não controladores ou por terceiros não estarem incluídas no âmbito de proteção da norma já foi objeto de críticas.[160] No entanto, é preciso ter em mente que essa OPA não é um remédio para todo e qualquer ato que cause iliquidez, mas apenas as situações limítrofes, como o "fechamento branco de capital".[161] Há

---

[159] Rachel Sztajn lembra que "medidas de liquidez são complexas, uma vez que passam não só por ampla dispersão das ações no mercado, mas também têm a ver com a propensão de circular" (SZTAJN, 2002, p. 24).
[160] Cf. Oioli (2013, p. 318-320).
[161] "Nesse sentido, o pressuposto do art. 4º, §6º é o de que o acionista controlador, ao comprar ações do mercado, aumenta ainda mais a concentração acionária; e é isto que torna sua conduta potencialmente

outros mecanismos por vezes mais aptos para lidar com situações de diminuição da dispersão acionária, como as *poison pills* (TANNOUS, 2018, p. 169).

Em segundo lugar, caso o art. 4º, §6º, fosse aplicável aos casos de controle minoritário, ele deixaria o acionista detentor do controle em uma posição de desvantagem na hipótese de aquisição hostil do controle (TANNOUS, 2018, p. 168-169). Tannous ainda destaca uma segunda assimetria na incidência da OPA em casos de controle minoritário: a imposição de um ônus a uma hipótese que poderia ser caracterizada como aquisição originária de controle, sendo que a Lei das S.A. optou por regular esse tipo de outra forma, como se pode notar pelos artigos 254-A e 257 (TANNOUS, 2018, p. 168). A crítica é condizente se adotada a premissa de que o art. 254-A só seria aplicável em casos de companhias com controle majoritário. Ocorre que, como se verá no item 4.3.3.1 abaixo, essa não é a melhor leitura para aquele dispositivo, tendo em vista suas finalidades.

3.2.1.1.2. Controle compartilhado

Outra situação que gera dúvidas quanto à incidência do art. 4º, §6º, é a do exercício compartilhado do controle, isto é, por um grupo de pessoas vinculadas ou não a um acordo de voto.

As questões envolvendo o controle compartilhado e as obrigações decorrentes aos acionistas integrantes deste bloco são inúmeras.[162] A análise da OPA por aumento de participação, entretanto, se limita à definição das consequências aos demais integrantes do bloco de controle por um ato praticado por um deles. Nas palavras de Tannous (2018, p. 172): "a primeira pergunta que se coloca é a seguinte: as aquisições de ações feitas por membros do grupo de controle, individualmente, devem ser imputadas à participação detida pelo grupo?"

Uma resposta possível seria a de que o grupo de controle não forma um novo sujeito de direito (isto é, não pode figurar como sujeito ativo ou passivo de relações jurídicas). Sob esta ótica, o grupo de controle não detém titularidade sobre as ações que conferem aos seus participantes o poder de dirigir as atividades sociais nem é o responsável pelo exercício do poder de controle. Assim, não haveria que se falar em obrigação de lançar uma OPA

---

prejudicial à liquidez das ações. O controlador minoritário, por sua vez, não pode aumentar algo que não existia no contexto de um controle "diluído'"" (TANNOUS, 2018, p. 168).

[162] Cf., neste sentido, Patella (2015).

direcionada ao grupo como um todo, mas apenas àquele que causou ao aumento de participação.

No entanto, é possível sustentar que o aumento de participação de um membro do grupo implica o aumento do número total de ações vinculadas ao bloco sobre o qual o exercício do poder de controle se funda.[163] Logo, o grupo de controle como um todo aumenta sua participação e, por isso, o aumento de participação de que trata o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. deveria ser direcionado ao grupo como um todo.

Esse cenário impõe uma segunda questão: quem deveria ser responsável pela oferta? Todos os membros do grupo de controle ou apenas o responsável pelo aumento da participação? Em outras palavras: há responsabilidade solidária entre os membros para a realização da OPA?

Como, para nós, a solidariedade não se presume (art. 265, do Código Civil) e o art. 4º, §6º, não estabelece nenhum tipo de solidariedade para essas situações, há duas interpretações possíveis. A primeira é de que haveria responsabilidade solidária, por força do art. 116, que trata o grupo como uma unidade de imputação de responsabilidades. A segunda seria a de que não há solidariedade nesses casos, reconhecendo as limitações do art. 116 para os casos de responsabilização pelo exercício do poder de controle, de forma que cada membro do grupo seria responsável pela OPA por aumento de participação apenas na proporção em que contribua para o aumento (TANNOUS, 2018, p. 173).

3.2.1.2. Aquisição de ações, pelo acionista controlador, que eleve sua participação

O segundo requisito imposto pelo art. 4º, §6º, da Lei das S.A. é a realização de um tipo de conduta específica por parte do controlador, que tenha como resultado a *aquisição* de ações.

Há diversas formas de se adquirir ações, desde uma compra e venda até a sucessão decorrente de reorganizações societárias. O que, no entanto, não vem sendo admitido como requisito para disparar a OPA é a equiparação entre aquisição e subscrição.

---

[163] A resposta pode ser mais complexa caso o controle compartilhado seja exercido de fato ou nas hipóteses em que acordo de acionistas contenha alguma previsão de que eventuais novas aquisições de ações não se vinculam ao acordo. Nestes casos, seria necessária uma análise do caso concreto para averiguar em que medida essas novas aquisições impactam ou não no exercício do controle pelo grupo.

No caso de subscrição de ações, mesmo que haja o aumento de participação acima do limite estipulado pela CVM, o acionista não será obrigado a realizar a OPA.[164]

A leitura do conceito de aquisição de forma mais restritiva é adequada, tendo em vista que é uma norma que restringe direitos e que cujos resultados de sua incidência são bastante onerosos.

Por este motivo, Tannous propõe uma leitura do verbo "adquirir" vinculada à finalidade deste tipo de oferta (evitar um estreitamento do mercado), ao invés de elaborar uma resposta específica para cada caso que possa configurar uma aquisição (TANNOUS, 2018, p. 175). Para o autor, a caracterização de uma aquisição, neste contexto, teria dois requisitos:

> **(a)** em primeiro lugar, deve tratar-se de operação que envolva a transferência do domínio, ou ao menos de suas faculdades típicas, ao acionista controlador – já que se exige uma *aquisição*; e **(b)** em segundo lugar, a operação deve implicar estreitamento do mercado, isto é, a redução do número de compradores e vendedores, bem como do número absoluto de ações em circulação – tendo em vista a finalidade da regra.
> A abordagem proposta, portanto, *qualifica* a conduta prevista no dispositivo legal, de modo que este incida apenas às aquisições que provoquem consequências específicas (*potencial estreitamento do mercado*) (TANNOUS, 2018, p. 175, grifos do autor).

Além disso, o segundo requisito legal elimina a necessidade de lançamento da OPA por aumento de participação por ato praticado pela companhia.[165] Ou seja, embora uma recompra de ações para cancelamento ou manutenção em tesouraria possa resultar em um eventual impedimento de liquidez, não haveria a necessidade de realização da oferta. Este impedimento, para os fins do art. 4º, §6º, deve ser resultado de um ato comissivo do controlador.

---

[164] Neste sentido, cf., Carvalhosa e Eizirik, para quem "na hipótese de os acionistas minoritários não exercerem integralmente seu direito de preferência nos aumentos de capital da companhia, o controlador poderá aumentar sua participação no capital de sua controlada por meio da subscrição de sobras, sem que, com isso, possa ser obrigado a realizar oferta pública. Entender o contrário praticamente inviabilizaria qualquer aumento de capital de companhia aberta, visto que, se os minoritários não exercerem o direito de preferência e não houver interesse de terceiros subscritores, o acionista controlador estaria obrigado a cancelar o aumento de capital ou a promover oferta pública para aquisição das ações pertencentes aos minoritários. Obviamente, essa não é a finalidade do novo §6º do art. 4º, visto que não se poderia impedir o acionista controlador de financiar o desenvolvimento da companhia com seus próprios recursos. Ademais, a subscrição de ações em aumento de capital não interfere no número de ações em circulação e, consequentemente, não afeta a liquidez das ações no mercado" (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 66-67).

[165] O problema, contudo, é o efeito dessas aquisições no cálculo do limite de participação que pode ser atingido pelo acionista controlador, como se verá no item 2.2.1.3 deste Capítulo III.

A redação do artigo também exclui outras estruturas redutoras de liquidez, como acordos parassociais, que restrinjam ou limitem a circulação e transferência de ações.[166] Ou seja, embora possam gerar um estreitamento de liquidez, a celebração desses acordos não dispara a OPA por aumento de participação, uma vez que não implica a aquisição de ações. Isso é condizente com a estrutura da oferta, voltada historicamente a coibir o "fechamento branco de capital", mas evidencia a limitação da proteção proposta pelo art. 4º, §6º, da Lei das S.A., que não alcança desenhos societários que criados para produzir efeitos semelhantes à escalada acionária do acionista controlador.

Por fim, este requisito legal ainda impõe alguns desafios ligados a operações com derivativos, especialmente no caso de *total return swap* (TRS) que são utilizados para diversas finalidades.[167] Como resultado dessa operação, o investidor assume a exposição ao risco de determinada empresa sem adquirir o título por ela emitido, em contrapartida a uma remuneração pré-fixada. Uma companhia pode, da mesma forma, realizar esse tipo de operação com um banco para assumir exposição a títulos de sua própria emissão.

Ocorre que as instituições financeiras que oferecem esse tipo de produto, por questões regulatórias, não podem assumir um risco direcional aos papéis que dão origem ao TRS. Isso faz com que os bancos tenham que desenhar estruturas capazes de neutralizar a posição assumida, o que pode impactar na liquidez desses ativos.

Como destaca Yazbek: "[p]rogressivamente a CVM reconhecendo que as operações de TRS não são de todo neutras do ponto de vista de seus efeitos" (2017, p. 771). Esse tipo

---

[166] Como destaca Yazbek: "é lícito entender que movimentações intragrupo ou mesmo que o alargamento do bloco de controle, de forma orgânica, a partir da adesão de novos acionistas ao acordo que rege o exercício do poder de controle, não são, por motivos distintos, equiparáveis a aquisições para os fins do §6º do art. 4º da lei acionária. No caso das transferências dentro de um mesmo grupo de controle (e essa questão é tratada no voto acima referido [Processo CVM nº RJ2004/6333]*), evidentemente porque elas não geram redução do free float – o tamanho do bloco de controle em relação ao* das ações em circulação no mercado permanece o mesmo. E isso ainda que haja ocorrido alguma movimentação relevante do ponto de vista da composição daquele bloco ou do efetivo exercício do poder de controle, como uma consolidação do poder em um único acionista e consequente rebalanceamento dos pesos de cada integrante do bloco. Já no caso da adesão de outros acionistas ao acordo, porque não há, aqui, que se falar em uma aquisição propriamente dita de ações". (YAZBEK, 2017, p. 768).

[167] Este tipo de análise ficou ainda mais relevante após notícias relacionadas a operações com TRS envolvendo a Gerdau S.A. Em 2015, a CVM, em razão de reclamações de investidores minoritários, instaurou um processo administrativo para investigar a eventual incidência da OPA.

de reconhecimento poderia indicar que essas operações deveriam disparar a OPA por aumento de participação em determinadas situações.[168]

De todo modo, no geral, operações com derivativos, especialmente aquelas que tenham por finalidade a proteção do investidor (*hedge*), devem ser analisadas com cautela.

Os cenários que possam dar margem à incidência da OPA por aumento de participação devem estar muito mais próximos a um contexto de fraude, na tentativa de desvio dessa obrigação, do que de uma hipótese de utilização normal desses instrumentos – afinal, as diversas aquisições que serão realizadas pela contraparte por conta dos contratos de derivativos (especialmente nos casos de TRS) não podem ser entendidas, necessariamente, como uma aquisição do acionista controlador propriamente dita.

3.2.1.3. Porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes

Por fim, para a incidência da OPA por aumento de participação, o acionista controlador deve adquirir uma quantidade de ações que "*impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes*". A definição do que configuraria esse impedimento de liquidez ficou a cargo da CVM.

A existência desse critério (*porcentagem que impeça a liquidez*) seria, para Tannous, "*o pecado original*" da OPA por aumento de participação. Segundo o autor, haveria dois tipos de problemas a ele relacionados. O primeiro seria um problema financeiro relativo à forma de cálculo da liquidez de mercado desses ativos. A Lei das S.A., ao invés de adotar referenciais usualmente utilizados pela teoria econômica para quantificar os elementos que constituem o conceito de liquidez[169] (ou mesmo utilizar outros critérios como fez no art. 134-A e 137) preferiu utilizar apenas o termo "*porcentagem*" (TANNOUS, 2018, p. 178-179).

---

[168] De acordo com Yazbek: "[é] natural, assim, que um próximo passo resida em se cogitar se essa aquisição quase que compulsória, efetuada por uma instituição financeira, em decorrência de uma operação com a própria companhia, não é, também, em alguma medida, redutora do número de ações em circulação (em especial, claro, quando se está lidando com companhias com controlador definido). E, caso ela afete de alguma maneira aquele número, vale dar um passo além: seria ela capaz de ensejar a incidência de uma OPA por aumento de participação (pela atuação "concertada" entre companhia e a sua contraparte) – será que os intermediários não poderiam – em alguma medida, estar atuando "em conjunto" com o controlador nesses casos?" (YAZBEK, 2017, p. 771).

[169] Sobre o assunto, cf., Tannous (2017). Especificamente sobre este ponto, o autor destaca que: "[o]s métodos de mensuração de liquidez discutidos pelos economistas buscam quantificar os elementos que constituem o conceito de liquidez: a velocidade de negociação; o volume de negócios; os custos de negociação; e os impactos dos negócios sobre o preço do ativo" (TANNOUS, 2018, p. 178).

Embora fosse condizente com o contexto em que se criou a OPA por aumento de participação, o critério escolhido pelo legislador atribui característica meramente formal ao atingimento de determinada participação acionária que resultaria em um impedimento de liquidez, quando, na verdade, há outros atributos que devem ser levados em consideração (TANNOUS, 2018, p. 179-180). Dito de outra forma: a lei presume que apenas o aumento da participação do controlador pode impedir a liquidez das ações (SZTAJN, 2002, p. 26), quando esse fato pode não a impactar de forma relevante.[170]

Apesar de a concentração acionária ser um fator importante na liquidez de mercado das ações, a fixação de uma porcentagem abstrata deixa de lado a análise do comportamento de mercado do ativo, que também podem influenciá-la.[171] Cria-se, assim, um problema de efetividade do dispositivo legal que delega à "CVM a talvez irrealizável tarefa de definir, objetivamente e abstratamente, quando a porcentagem detida pelo acionista controlador configuraria um '*impedimento de liquidez'*" (TANNOUS, 2018, p. 184).

3.2.2. A primeira hipótese de incidência: art. 26, *caput*, Instrução CVM nº 361/2002

Além dos requisitos impostos pela Lei das S.A., o art. 4º, §6º, delegou à CVM o poder de disciplinar a OPA por aumento de participação, especialmente no tocante à definição do percentual de ações que, ao ser ultrapassado pelo acionista controlador, dispara a oferta.

Como adiantado acima, o fato de a lei delegar à CVM a possibilidade de atribuir um percentual que caracterize um impedimento de liquidez é passível de críticas. De todo modo, ele foi estabelecido pelo art. 26 da Instrução CVM nº 361/2002. Segundo o dispositivo,

---

[170] Neste sentido, cf. Processo Administrativo Sancionado CVM nº RJ2004/4627, relatora Diretora Norma Parente, j. em 28.01.2005 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050128_PAS_RJ20044627.pdf. Acessado em 14.12.2017). Naquela ocasião, ficou decidido que: "embora as ações de emissão da Fitejuta sejam admitidas à negociação apenas no mercado de balcão não organizado e oriundas de incentivos fiscais, a empresa ostenta a condição de companhia aberta, estando sujeita à regulamentação aplicada a esse tipo de companhia. Note-se que as ações do FINAM são consideradas ações em circulação 3 e, portanto, a sua aquisição está sujeita à OPA. Ainda que temporariamente estivessem em mãos do FINAM, havia a expectativa de que tais ações fossem colocadas no mercado. Todavia, esta foi frustrada com a aquisição pelo controlador, retirando a expectativa de aumento da liquidez".

[171] Segundo Tannous: "[e]mbora a concentração acionária seja, inegavelmente, um fator relevante para a liquidez do mercado acionário, o percentual detido pelo acionista controlador, por si só, muitas vezes não dirá absolutamente nada sobre a profundidade, a *amplitude* ou a *resiliência* do mercado" (TANNOUS, 2018, p. 180. Grifos do autor).

haveria um impedimento de liquidez caso o acionista controlador adquira mais de 1/3 do total de ações de cada espécie e classe em circulação.

A definição do percentual de 1/3 foi objeto de dúvidas pela própria CVM, que, inclusive, levou em consideração a possibilidade de se adotar, ao invés disso, o critério de "quantidade de ações em circulação inferiores a 25% do capital representado por tais ações".[172]

No lugar de um critério em que a base de cálculo seria o *total de ações* de cada espécie e classe, a CVM preferiu, em linha com a liberdade concedida pela Lei das S.A., impor um limite baseado na quantidade de ações em circulação, como já era adotado pela Instrução CVM nº 345/2000.

A diferença entre esses dois critérios é que enquanto uma base de cálculo fundada no *total de ações emitidas* corresponderia a um número fixo e previsível de ações (modificável apenas em eventos de mutação do capital social), o critério de ações em circulação é muito mais variável. Isso porque *ações em circulação*, em princípio, são as ações disponíveis para negociação em mercado e, no caso da Instrução CVM nº 361/2002, há uma definição específica para elas[173]: "todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria" (art. 3º, inciso III)[174]. As consequências desta escolha regulamentar serão tratadas adiante, ao se comentar os problemas decorrentes da definição da base de cálculo a partir das ações em circulação.

Além disso, para os fins da Instrução CVM nº 361/2002, o limite de 1/3 das ações em circulação é contabilizado a partir de um *momento específico* da vida da companhia. De

---

[172] Durante as discussões para a elaboração da norma, a CVM afirmou que estava particularmente interessada em receber comentários, entre outras coisas, sobre: "os critérios de impedimento de liquidez utilizados (quantidade de ações em circulação inferiores a 25% do capital representado por tais ações, ou aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação quando da entrada em vigor da Instrução)" (cf. Diário Oficial da União de 24/01/2002, Seção 3, p. 71). Após a conclusão dessa audiência, a CVM divulgou o Relatório da Audiência Pública, em que estabeleceu um prazo adicional para a revisão de certos pontos da regulamentação (sem prejuízo da plena vigência da Instrução). Entre esses pontos estava "o critério utilizado como definidor da presunção de impedimento de liquidez mínima, para efeito de realização de OPA para aumento de participação (2/3 do free float), e a necessidade de encontrar outros critérios, excludentes ou complementares do utilizado, além daquele já existente na Instrução (aquisição de 10% da espécie ou classe no período de 12 meses)" (cf. Diário Oficial da União de 08/03/2002, Seção 3, p. 40).

[173] Essa definição, nem sempre é coincidente as definições de *ações em circulação* criadas pela regulamentação para outros fins, é o caso, por exemplo, da Instrução CVM nº 567/2015. Inclusive, na própria Instrução CVM nº 361/2002 este termo é polissêmico (cf. art. 16, inciso II).

[174] Esta definição está em linha com a definição legal, dada pelo art. 4º-A, §2º, da Lei das S.A.: "[c]onsideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria"

acordo com o art. 37, §1º, da Instrução CVM nº 361/2002, se a companhia já era aberta em 05/03/2002 (data do início da vigência da Instrução CVM nº 361/2002), o limite deve ser calculado com base nas ações em circulação na data de entrada em vigor da Instrução CVM nº 345/2000, isto é, 05.09.2000; se a companha não fosse aberta em 05.03.2002, o limite de 1/3 deve ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações ou na data em que a companhia foi registrada como companhia aberta perante a CVM, caso não tenha ocorrido a oferta (art. 26, §5º).

Como a regulamentação se baseia em um *momento específico* da vida da companhia para definição do percentual de ações em circulação para fins da OPA por aumento de participação, é possível (e provável) que a partir daquela data eventos capazes de alterar o número de ações emitidas pela companhia tenham ocorrido. Há, então, a necessidade de serem realizados ajustes no número de ações em circulação sobre o qual incide o limite de 1/3 do art. 26.[175]

Foi a partir dessa constatação que a CVM, por meio da Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010, introduziu o art. 35-A[176], permitindo a realização de ajustes no número de ações em circulação. Esse artigo foi objeto de uma metodologia de cálculo específica, criada pela própria CVM, que será analisada adiante.

A grande problemática decorrente do critério criado pela CVM é que ele acaba por tratar da mesma forma situações fáticas distintas.

Para a Instrução CVM nº 361/2002, a aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação terá o mesmo efeito sobre companhias com quantidades diferentes de ações em circulação (TANNOUS, 2018, p. 197-198). O critério criado desconsidera se a companhia possui mais ou menos ações em circulação em um primeiro momento, bem como os atributos de liquidez dessas ações. E isso por um motivo bastante simples: "o aumento de participação do controlador não diz absolutamente nada sobre uma característica – liquidez – que tem

---

[175] A definição do conceito de ações em circulação, como lembra Otavio Yazbek "não resolve ainda todos os problemas. Primero, pela sua evidente circularidade em relação aos dispositivos – legal e regulamentar – que tratam da OPA por aumento de participação. Mas, mais do que isso, porque se impunha, ainda, sob pena de se negar a efetividade do instituto, o estabelecimento de alguma espécie de 'data de corte' para o cálculo de liquidez" (YAZBEK, 2017, p. 764).

[176] "Art. 35-A. A pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto nos arts. 15, inciso I e 26, caso esse número tenha se alterado de maneira significativa após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias."

como atributos a velocidade de negociação de um ativo; a quantidade de negócios, o *impacto sobre o preço dos ativos*; e os *custos de negociação*" (TANNOUS, 2018, p. 194, grifos do autor).

3.2.2.1. O problema da base de cálculo

3.2.2.1.1. O conceito de ações em circulação e suas consequências

A definição de *ações em circulação* é criada por exclusão, a partir de alguns parâmetros, sem, contudo, levar em conta critérios importantes para se averiguar *efetivamente* a liquidez das ações. Prova disso é o fato de que o conceito desconsidera a quantidade de acionistas detentores dessas *ações em circulação* ou mesmo o perfil desses acionistas. Há, na verdade, apenas uma presunção de que essas ações seriam dotadas de algum tipo de negociabilidade apenas por não serem detidas pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada, por administradores ou por estarem em tesouraria.

Ocorre que, em algumas situações, essa premissa não se mostra verdadeira.[177] A avaliação da liquidez das ações apenas com base na variação da quantidade de ações em circulação não considera *critérios qualitativos* que poderiam afetar a velocidade, o volume, os custos de negociação e os impactos sobre o preço de um ativo.

O fato de determinado número de ações ser detido, por exemplo, por um fundo de previdência complementar, que não seja vinculado ao acionista controlador, não faz necessariamente com que as ações detidas por este veículo sejam mais líquidas, tendo em vista a estratégia de investimento de longo prazo que costuma adotar.[178]

Além disso, a exclusão das ações detidas por administradores da definição de *ações em circulação* para fins da OPA por aumento de participação também não parece ser adequada, tendo em vista os seus fins. Os administradores, em geral, negociam esses ativos (propiciando liquidez), visto que normalmente fazem parte de sua remuneração e precisam, de alguma forma, ser monetizados.[179] Outro problema decorrente da exclusão dos

---

[177] É o que lembra Rachel Sztajn ao mencionar que: "[a]lguns investidores mantêm ações em carteiras por longos períodos e, com isso, dependendo da quantidade de ações tituladas, pode-se reduzir a liquidez da ação, espécie, ou classe, sem participação do controlador, que não tem poder para interferir nas decisões de cada acionista/investidor" (SZTAJN, 2002, p. 13).

[178] Uma alternativa proposta por Tannous seria: "o conceito poderia estabelecer um limite máximo de participação para que um acionista seja considerado titular de 'ações em circulação', a exemplo do que se fez alhures" (TANNOUS, 2018, p. 188).

[179] Sztajn qualifica como uma "demasia" a inclusão de ações detidas pelos administradores na definição, por exclusão, de ações em circulação (SZTAJN, 2002, p. 25).

administradores nesta definição é a possibilidade de distorções. Isso porque um acionista minoritário pode ter suas ações excluídas do cômputo de ações em circulação caso seja eleito administrador da companhia (TANNOUS, 2018, p. 188).

Por fim, no bojo daqueles problemas decorrentes da definição de pessoas vinculadas ao acionista controlador, que já foram objeto de análise no item 2.2.3.1 desta dissertação, encontram-se questões semelhantes no caso da OPA por aumento de participação.

Isso foi analisado, por exemplo, no Processo RJ2014/3723, julgado em 20.05.2014 ("Caso Sofisa")[180], em que a CVM entendeu que haveria uma presunção relativa de que parentes do acionista controlador na linha de ascendentes, descendentes e colaterais de segundo grau são consideradas pessoas vinculadas. Em sentido contrário, Nelson Eizirik defende que as hipóteses de vínculos de interesses com o acionista controlador devem ser lidas de forma restritiva, uma vez que resultam em uma limitação de direito e, mais especificamente no caso da OPA por aumento de participação, em uma obrigação de fazer bastante onerosa[181]. Segundo Eirizik, os interesses de um indivíduo são pessoais e a mera relação de parentesco não seriam suficientes para fazer com que um terceiro tenha um mesmo vínculo de interesses com o acionista controlador (2015b, p. 498-499).

3.2.2.1.2. A base de cálculo fixa e suas consequências

A base de cálculo para a incidência da OPA por aumento de participação também contém um problema relacionado à sua *data de corte*. O critério de *ações em circulação*, adotado pela Instrução CVM nº 361/2002, é variável e flutua em decorrência de diversas movimentações feitas pela própria companhia ou pelos seus investidores. De forma quase

[180] Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140520_R1/20140520_D02.html. Acessado em 05.07.2018.

[181] De acordo com Eizirik: "somente se justifica a imposição ao acionista controlador do ônus de realizar a OPA por aumento de participação nas hipóteses em que se possa afirmar, com segurança, que o terceiro adquirente de ações de emissão da companhia efetivamente atua representando os seus interesses. (...) [no caso das relações de parentesco] Para tanto, é **indispensável** a existência de outro elemento, que comprove a presença deste vínculo de interesses" (EIZIRIK, 2015, p. 499, grifos do autor).

antagônica, a mesma instrução estabeleceu uma data fixa para apurar a quantidade de ações em circulação.[182]

Muito embora o art. 35-A tenha sido criado como uma tentativa de solucionar esse problema, ele não foi suficiente para eliminá-lo. Em primeiro lugar porque o artigo condiciona a realização dos ajustes a uma autorização da CVM, requerida pelo controlador. Ocorre que tais ajustes não se impõem apenas por conta de solicitação do controlador. Algumas análises da CVM dependem da realização desses ajustes, sob pena de serem feitas diante de um cenário irreal (YAZBEK, 2017, p. 765). Ou seja, não haveria necessidade de se requerer uma autorização – a CVM tem a competência de fazer esses ajustes (e deve fazê-los) de ofício.[183] Além disso, o art. 35-A admite o ajuste "em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias". No entanto, algumas situações que impactam a liquidez das ações ou a quantidade de ações em circulação não são abarcadas pelo dispositivo.[184]

---

[182] Como bem aponta Tannous "[e]m outras palavras: ao não contemplar a possibilidade de ajustes em uma base de cálculo que é variável por natureza (total de ações em circulação), a Instrução CVM nº 361/02 impôs às companhias que calculassem o limite de 1/3 com base em uma fotografia desatualizada do quadro acionário e da estrutura de capital da companhia" (TANNOUS, 2018, p. 189). No mesmo sentido, Otavio Yazbek assevera que "[a] adoção daquela data-base, afinal, tende a se tornar problemática com o passar do tempo e com a ocorrência de uma série de eventos – regulares e bastante comuns – capazes de alterar a composição do quadro acionário e a distribuição das ações de uma sociedade" (YAZBEK, 2017, p. 765).

[183] Cf., neste sentido, o Processo RJ2014/4394, j. 03.06.2014 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603_R1/20140603_D02.html. Acessado em 05.07.2018) ("Caso Cremer").

[184] Thiago Tannous dá alguns exemplos desses eventos: "[p]ense-se, por exemplo, na celebração de acordos de acionistas: não se trata de aumento de capital, de oferta pública de distribuição, tampouco de operação societária. Ainda assim, se o acionista controlador celebrar um acordo de acionistas com o minoritário titular de 20% do capital votante, em questão de segundos a quantidade de ações em circulação diminuirá significativamente.

Imagine-se, ainda, a hipótese em que os administradores e o próprio acionista controlador alienem ações da companhia em mercado; ou na hipótese em que um acionista desvincula-se do bloco de controle, tornando-se acionista minoritário da companhia" (TANNOUS, 2018, p. 191).

3.2.2.1.3. A fórmula do Caso Suzano

Ainda na tentativa de reparar os problemas decorrentes da base de cálculo e da realização dos ajustes impostos pelo art. 35-A, a CVM procurou elencar alguns balizadores e inclui-los em uma metodologia de cálculo para o limite de 1/3. Com isso, a área técnica criou uma fórmula, adotada pelo Colegiado da CVM pela primeira vez no Processo Administrativo CVM nº SP 2010/13241, julgado em 19/04/2011, de relatoria do então diretor Otavio Yazbek[185] ("Caso Suzano"):

L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC – ARC + AOPS) – AQ

Sendo:

L(1/3): Limite de 1/3 previsto nos artigos 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361; AC00: número de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00;

AAC: número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: aumentos de capital com subscrição de ações, bonificações em ações, alienação de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria, e conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

ARC: número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: resgate, amortização ou reembolso, aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e conversão de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

AOPS: número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 05/09/00 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias;

[185] Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2011/20110419_R1/20110419_D08.html. Acessado em 04/07/2018. Em seu voto, o então diretor Otavio Yazbek destacou que: "parece-me adequada inclusive para nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza. Considero, porém, necessário aprofundar a análise dos fundamentos daquela metodologia, de modo a demonstrar que ela, de fato, é consistente com a regulamentação em vigor".

> **AQ**: número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 05/09/00, por meio de OPA ou outro meio.

A fórmula procura estabelecer o número de ações em circulação da companhia, a partir da quantidade dessas ações em 05.09.2000, ajustando-a por eventos ocorridos entre aquela data e o momento atual ("AC00"). O ajuste é feito por meio da soma das ações que, por algum motivo, tenham se tornado ações em circulação ("AAC" e "AOPS") e pela subtração daquelas que tenham saído de circulação ("ARC"). Dessas operações, resultaria o *free float* da Companhia. A partir daí, 1/3 do valor resultante dessas operações deve ser deduzido pelo número de ações adquiridas pelo controlador ou pessoas a ele vinculadas desde 05.09.2000 ("AQ").

A utilização da fórmula foi consolidada em outros casos julgados pela CVM.[186] Em determinadas ocasiões, entretanto, alguns de seus critérios foram modificados (sob a alegação de aperfeiçoamento da metodologia)[187], o que gera certa insegurança jurídica. Como lembra Otavio Yazbek, em sede doutrinária, em algumas situações, a aplicação da fórmula "*não é sempre tão automática como pode parecer*" (YAZBEK, 2017, p. 767). Ou seja, ainda há uma preocupação com as peculiaridades de cada caso e os efeitos que cada operação pode ter sobre a base acionária. Isso pode acarretar um problema de *insegurança jurídica* na utilização da fórmula.

Certamente, a fórmula não é capaz de abarcar todos os tipos possíveis de eventos que provoquem variações na quantidade de ações em circulação. Essa, aliás, nunca foi sua pretensão. O problema são as incertezas decorrentes de um instrumento que teria sido criado exatamente para diminuir esse risco.

Por fim, vale destacar um dos problemas na adoção inicial da fórmula: apesar de ter sido concebida no âmbito de uma consulta, no momento de sua criação, ela não estava prevista em nenhuma regra ou orientação da CVM. Mesmo após o julgamento do Caso Suzano, a área técnica da CVM não emitiu nenhum tipo de ofício que a vinculasse aos parâmetros adotados naquele caso – o que poderia gerar algum grau de insegurança jurídica. Foi apenas em 2017, a partir do Ofício-Circular Nº 01/2017/CVM/SRE, que a SRE passou a se vincular declaradamente aos parâmetros criados no Caso Suzano.

---

[186] Cf. Processo RJ2010/15144, relator diretor Alexandro Broedel Lopes, j. em 27.12.2011. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7310-0.pdf. Acessado em 05.07.2018.
[187] Como ocorreu no Caso Sofisa e no Caso Cremer.

3.2.2.2. Segmentos especiais de listagem: *free float* mínimo

Os regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa da B3 S.A – Brasil, Bolsa, Balcão adotaram regras específicas para a promoção de liquidez das ações listadas nesses segmentos.[188] O Regulamento do Nível 2 requer que a companhia mantenha 25% do total do seu capital social durante todo o período em que os valores mobiliários por ela emitidos permaneçam registrados para negociação no Nível 2 (cláusula 3.1(vi)).

Já o Regulamento do Novo Mercado sofreu uma recente alteração. Atualmente, ele requer a manutenção de ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo, 25% do capital social da companhia ou, alternativamente, 15%, "desde que o volume financeiro médio diário de negociação das ações da companhia se mantenha igual ou superior a R$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais), considerados os negócios realizados nos últimos 12 (doze) meses, observado o disposto no Art. 86" (art. 10 do regulamento).[189]

Ao criar essa obrigação alternativa, o Regulamento do Novo Mercado diferenciou as companhias de acordo com a liquidez efetiva de suas ações, reconhecendo que, para diferentes situações, pode ser adequado criar critérios distintos, deixando de lado um conceito mais estático de ações em circulação. Além disso, o Regulamento do Novo Mercado prevê, no art. 11, três hipóteses de autorização automática de desenquadramento temporário do percentual mínimo de ações em circulação por 18 meses.[190]

---

[188] Como lembras Thiago Tannous: "[e]ntre os propósitos dos regulamentos, está o de estimular a liquidez das ações, por meio da dispersão acionária – ainda que, também aqui, o meio seja inadequado para os fins a que se propõe, tendo em vista que a mera manutenção de percentual de ações em circulação não necessariamente propicia liquidez" (TANNOUS, 2018, p. 194).

[189] O volume financeiro definido pela B3 com base em estudos para aferição de um patamar de liquidez satisfatório. Ele corresponde à média do ADTV (*average daily trading volume*) das ações que compõem o último quartil das últimas carteiras quadrimestrais do Ibovespa.

[190] As hipóteses previstas são as seguintes: **(i)** "desenquadramento em relação ao volume financeiro médio diário de negociação das ações, com relação às companhias autorizadas a manter ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo, 15% (quinze por cento) do capital social"; **(ii)** "subscrição total ou parcial de aumento de capital pelo acionista controlador da companhia, que não tenha sido integralmente subscrito por quem tinha direito de preferência ou de prioridade, ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva oferta pública de distribuição"; e **(iii)** "realização de OPA: a) a preço justou; ou b) por alienação de controle".

3.2.2.2.1. Descompasso com a Instrução CVM nº 361/2002

Como se pode notar, os critérios adotados pela autorregulação são diferentes daqueles da Instrução CVM nº 361/2002. Em primeiro lugar, a base de cálculo para a constatação do percentual mínimo é variável conforme as modificações do *capital social* – muito mais parecido com o outro critério que a CVM pensou em adotar no momento de criação da regulamentação aplicável, conforme o edital e o relatório de audiência pública citados anteriormente. A Instrução CVM nº 361/2002, no entanto, optou por um critério baseado em um momento específico (o encerramento da oferta pública de distribuição ou a entrada em vigor da Instrução CVM nº 345/2002, conforme o caso), ajustável apenas por conta de determinados eventos (TANNOUS, 2018, p. 195).

Assim, para a autorregulação da bolsa, o que importa é uma quantidade mínima de ações em circulação (no caso do Novo Mercado, variável ainda a depender do volume financeiro médio diário de negociação das ações da companhia) com base no capital social da companhia, analisado a qualquer momento. Desta forma, não há o problema da data-base, "já que as oscilações no capital social não são tão frequentes quanto às oscilações na quantidade de ações em circulação" (TANNOUS, 2018, p. 195). Além disso, o Regulamento do Novo Mercado e o Regulamento do Nível 2[191] estabelecem tratamentos específicos para a recomposição do *free float* mínimo, por meio das medidas que o acionista controlador considerar necessárias.

Os critérios adotados pela autorregulação parecem ser menos controvertidos do que aqueles adotados pela Instrução CVM nº 361/2002, eliminando alguns problemas decorrentes da base de cálculo da regulamentação. Mais do que isso, o atual Regulamento do Novo Mercado passou a incorporar em seus parâmetros de percentual mínimo de ações em circulação critérios que demonstram a efetiva negociação das ações de emissão da companhia – que é um indicador mais apurado quanto à efetiva liquidez das ativos.

Apesar de reconhecer que esses critérios foram estabelecidos em âmbitos diferentes (regulação e autorregulação), eles podem gerar situações em que "a variação de participação do acionista controlador pode, para os fins da regulamentação, caracterizar um 'impedimento de liquidez'; sem que isso resulte em um descumprimento da regra do regulamento de listagem; e vice-versa" (TANNOUS, 2018, p. 195). Há, portanto, um descompasso entre a

[191] Nas cláusulas 3.1.3, 7.3 e 8.5.

norma regulamentar e a da autorregulação, capaz de criar uma situação contraditória, em que, para certos casos, há um impedimento de liquidez em uma situação e não para outra.

3.2.3. A segunda hipótese de incidência: art. 26, §1º, Instrução CVM nº 361/2002

Além da hipótese prevista no *caput* do art. 26, o §1º desse mesmo artigo traz uma segunda hipótese para a realização de uma OPA por aumento de participação.[192] Assim, mesmo que não tenha sido atingido o limite de 1/3, previsto no *caput*, em determinados casos, o acionista controlador *poderá* ser obrigado a lançar uma oferta.

O verbo *poderá* não vem por acaso. A incidência da hipótese prevista no §1º não é automática[193] – não há, aqui, uma "presunção de impedimento de liquidez dos títulos" (PARENTE, 2016, p. 437). Sua incidência está condicionada a uma decisão da CVM, que passa por uma análise objetiva e subjetiva. A primeira é a análise objetiva quanto ao preenchimento dos requisitos previstos no art. 26, §1º. A segunda é a análise subjetiva, exigindo que a autarquia verifique, em até 6 meses a contar da comunicação do aumento da participação, que tal aquisição, de fato, impediu a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.[194]

---

[192] "Art. 26 §1º Caso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida."

[193] Conforme ensina Eizirik: "[n]ote-se que, ao contrário do que ocorre com a hipótese descrita no caput do artigo 26 da Instrução, a realização da OPA por aumento de participação não se torna obrigatória pela simples configuração dos requisitos acima elencados. Conforme dispõe o § 1º do aludido dispositivo, uma vez constatada a presença de tais requisitos, a CVM poderá, no prazo de 6 (seis) meses, determinar a realização da OPA, caso entenda que a aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie ou classe adquirida".(EIZIRIK, 2011, p. 602).

[194] Como lembra Adriano Castello Branco: "[a] própria norma concede um elevado grau de subjetividade e julgamento para que a CVM decida se houve ou não redução da liquidez das ações adquiridas pelo controlador que deva importar em OPA por aumento de participação" (BRANCO, 2013, p. 214).

A previsão de um critério subjetivo[195] para analisar a existência de um impedimento de liquidez é alvo de críticas. Certamente há balizadores que podem ser mais ou menos adequados para averiguar se, de fato, esse impedimento existe. Ainda assim, dada a inexistência de parâmetros pré-fixados, há uma ampla margem para a CVM decidir com base em critérios circunstanciais.[196] Neste sentido, Tannous critica a falta de critérios objetivos apontando a existência de uma redundância na norma que concede à CVM o poder de determinar a realização de uma OPA – cujo fundamento é justamente o impedimento de liquidez – caso ela entenda que houve um "*impedimento de liquidez*" (TANNOUS, 2018, p. 196-197).

Além do fato de não ser aplicada automaticamente, a hipótese de incidência do art. 26, §1º, da Instrução CVM nº 361/2002 tem uma segunda diferença em relação ao disposto no *caput*. Enquanto esta tem como base de cálculo o total de cada espécie e classe *em circulação*, o §1º refere-se à participação no capital social (isto é, às "*ações de emissão da companhia*" e não às ações em circulação) de cada classe e espécie.[197] Essa distinção dirimi os problemas relacionados à base de cálculo da OPA por aumento de participação nos termos do *caput* do art. 26, tratados no item 3.2.2.1.

---

[195] As consequências decorrentes de critérios diferente para aferição de níveis mínimos de liquidez entre a autorregulação e a Instrução CVM nº 361/2002 (cf. item 2.2.2.1 acima) também podem impactar a análise da incidência do art. 26, §1º. Como lembra Adriano Castello Branco "no caso de a companhia em questão ser listada no Novo Mercado e na ocorrência de aquisição de ações pelo controlador em quantidade igual ou superior ais 10% acima referidos, na eventualidade de não ter havido redução do percentual mínimo de ações em circulação de 25% do capital social mesmo com tais aquisições pelo controlador, parece razoável concluir que não houve redução de liquidez que importe no julgamento pela CVM quanto à necessidade de realização de OPA por aumento de participação. Nessa perspectiva, a aplicação ou não do §1º do artigo da IN CVM 361/02 está ligada à redução ou não da liquidez das ações e essa definição deve ser sempre tomada à luz das normas e regras que dispõem sobre liquidez mínima ou significativa, assim como padrões de mercado como volumes de negociações comparativos e índices bursáteis" (BRANCO, 2013, p. 214).

[196] A análise da CVM, contudo, não deve se voltar à intenção do acionista controlador de impedir a liquidez, mas apenas dos efeitos decorrentes desta aquisição, como bem lembra Paulo Eduardo Penna (2016, p. 404-405).

[197] Cf., neste sentido, o voto do relator Wladimir Castelo Branco Castro no Processo RJ 2002/2608, julgado em 13.08.2002, afirmando que o "*limite referido dos 10% estabelecido no § 1º do artigo 26 da Instrução refere-se à participação no capital social da empresa e não às ações em circulação, cuja previsão está contida no caput do artigo*" (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020813_R1/20020813_D05.html. Acessado em 26.06./2018).

3.2.4. O §6º do art. 26: OPA seguida de OPA?

A Instrução CVM nº 361/2002 suscitou uma discussão importante acerca da obrigatoriedade de realização de uma OPA por aumento de participação quando o acionista controlador já tiver adquirido mais de 1/3 das ações em circulação por meio de uma oferta pública – o que, pela redação do *caput* do art. 26, o eximiria do lançamento de uma OPA por aumento de participação.

O art. 26, §6º, abarca duas leituras possíveis (e diversas) para esta situação.[198] A primeira é a de que a obrigação imposta pelo dispositivo seria autônoma em relação àquela do *caput*. Ou seja, enquanto a obrigação do *caput* seria aplicável em um primeiro momento (antes da aquisição, pelo acionista controlador, de ações representativas de 1/3 das ações em circulação), o art. 26, §6º, incidiria em um segundo momento: depois que o acionista controlador tivesse adquirido mais de 1/3 das ações em circulação via oferta. Esta leitura se baseia no fato d o *caput* do art. 26 prever uma exceção para a incidência da OPA por aumento de participação (a aquisição "*por outro meio que não uma OPA*"). Assim, caso o acionista controlador tenha adquirido mais de 1/3 das ações em circulação por meio de uma OPA, se desejar adquirir mais ações, deveria fazê-lo por meio de uma nova oferta (uma OPA por aumento de participação). Isto é, ainda que em um primeiro momento o acionista controlador possa ter se beneficiado da exceção do *caput*, remanesceria a imposição do §6º. Na prática, lembra Penna, o dispositivo faria com que o controlador, neste segundo momento, estivesse obrigado a adquirir novas ações em circulação a preço justo (PENNA, 2016, p. 403).

No entanto, é possível ler o dispositivo de uma forma diversa. Esta segunda interpretação seria no sentido de que o §6º simplesmente reforçaria a regra do *caput*, impedindo que novas aquisições fossem realizadas pelo acionista controlador sem o lançamento da OPA por aumento de participação. Foi essa interpretação que prevaleceu na CVM[199]. Na declaração de voto do então Diretor Otavio Yazbek, no âmbito do Processo CVM RJ 2012/14764, julgado em 30/07/2016[200] ("Caso Net"), afirmou-se que:

---

[198] O dispositivo tem a seguinte redação: "[u]ma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação".

[199] Na doutrina, Paulo Eduardo Penna discorda desta interpretação (cf., PENNA, 2016, p. 403/404).

[200] Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0009/8399-1.pdf. Acessado em 11.03.2018. Esta posição foi confirmada no julgamento do Processo RJ2014/2399, j. em 26.08.2104 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140826_R1.html. Acessado em 11.03.2018) e, de forma incidental, no Processo RJ2014/4394, j. em 03.06.2014 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603_R1/20140603_D02.html. Acessado em 11.03.2018).

> 18. A ideia é que, uma vez preenchidos os elementos que compõem o suporte fático do caput do art. 26 ou do §1º (*i.e.*, uma vez deflagrada a obrigação de realizar a OPA por aumento de participação), o controlador e os outros sujeitos mencionados no § 6º não possam adquirir novas ações privadamente ou em bolsa até que se cumpra com a obrigação de realizar uma OPA por aumento de participação.
> 19. Mas, como disse, para que cheguemos ao ponto de considerar a incidência do §6º, é necessário que, antes, o caput ou o §1º tenha incidido e que, por consequência, já exista a obrigação de o controlador realizar uma OPA por aumento de participação. É só aí, nesse segundo momento, que "*o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada*" passam a se sujeitar ao dever contido no §6º de não "*realizar novas aquisições de ações* [exceto se] *por meio de OPA por aumento de participação*".

Ou seja, caso o acionista controlador já tenha adquirido mais de 1/3 das ações em circulação por meio de uma OPA e deseje adquirir mais ações, ele não precisaria fazê-lo por meio de uma OPA por aumento de participação – não sendo necessário, portanto, adquirir tais ações a preço justo.

Essa leitura também está ancorada na proteção fornecida aos acionistas minoritários pelos artigos 10, §2º, e 15 da Instrução CVM nº 361/2002.[201] Isto é, a legitimidade da exceção prevista no *caput* do art. 26 estaria diretamente relacionada com a proteção à liquidez das ações dos acionistas minoritários, conferida por aqueles dos dispositivos no caso de uma OPA.

Dito de outra forma, a exceção para a incidência da OPA por aumento de participação só existe porque já foi assegurado um mecanismo de saída de liquidez para todos os acionistas (uma outra oferta) que, naquele momento, decidiram sobre sua aceitação com base no preço oferecido e nas possíveis consequências decorrentes do seu sucesso (entre elas, a eventual perda de liquidez, que poderia ser sanada pelo art. 10, §2º, caso o acionista não desejasse alienar suas ações no leilão).

Mais do que isso, a regra do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002 serviria como um sinal de que o objetivo de proteger o *free float* não é absoluto, uma vez que, havendo aceitação de mais de dois terços das ações em circulação, a regulamentação permitiria que se reduzisse o *free float* para além de qualquer limite, sob a presunção de que o preço ofertado foi considerado "justo" por parcela significativa dos acionistas minoritários.[202]

---

[201] A redação do art. 15, vigente à época, excluía apenas a OPA por alienação de controle da observância aos limites impostos pelo dispositivo: "Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá (...)".

[202] Este posicionamento foi defendido por Nelson Eizirik em parecer juntado aos autos do Processo CVM RJ 2012/14764.

O entendimento adotado pela CVM, contudo, não parece ser o mais adequado. Afinal, se a OPA por aumento de participação tutela as ações *remanescentes* em circulação, não faz sentido deixar sem proteção os acionistas em um contexto no qual já houve um enxugamento do *free float* (isto é, a superação do limite de 1/3 das ações em circulação).

Vale lembrar que, a CVM, ao propor uma metodologia para o cálculo do limite de 1/3 das ações em circulação,[203] indicou que devem ser deduzidas deste limite todas as aquisições realizadas pelo controlador, incluindo aquelas por meio de OPA. Se, por um lado, as ações adquiridas por meio de ofertas voluntárias devem ser consideradas para a verificação da superação do limite de 1/3 como um critério redutor de liquidez, por outro lado, não é coerente simplesmente desconsiderá-las em um contexto no qual a liquidez já está bastante enxugada.

Além disso, do ponto de vista histórico, ao editar a Instrução CVM nº 345/2000, a CVM reconheceu que, para lidar com o problema do "fechamento branco de capital", era preciso ir além da simples exigência de aquisições por meio de OPA – também era necessário disciplinar a definição do seu preço. A Lei das S.A. seguiu nesta linha ao exigir a realização da OPA por aumento de participação a "preço justo" (validado por meio de laudo de avaliação).

Se a lei e a regulamentação historicamente caminharam neste sentido, é difícil imaginar que a intenção tenha sido deixar uma espécie de buraco negro em uma situação específica (a exceção prevista no art. 26, *caput*). As salvaguardas oferecidas pelo art. 15 e pelo §2º do art. 10 não dirimirem completamente esse problema. Eles foram criados muito mais para assegurar o livre convencimento do destinatário da oferta a aceitá-la ou não (*pressure to tender*) do que para tutelar um enxugamento de liquidez, especialmente aqueles acima do limite de 1/3 das ações em circulação.

Esses dispositivos protegem o acionista até certo ponto. Ao avaliar a oferta apresentada, o acionista que decidiu remanescer na companhia levou em consideração um determinado tamanho do *free float* (verificado depois da oferta e durante o período do art. 10, §2º, quando aplicável). Entretanto, o cenário posterior, em uma nova redução de liquidez, é deixado de fora – o que demonstra não só a limitação dos efeitos do art. 15 e do art. 10, §2º, mas também a necessidade de tutelar o seu *free float*, indo além dessas salvaguardas.

[203] Trata-se do Caso Suzano, analisado no item 2.2.1.3 deste Capítulo III.

Por esses motivos, o §6º do art. 26 parece ter uma função maior do que simplesmente reforçar a obrigação do *caput*. Ele procura impedir a existência de um vácuo regulamentar, concedendo ao acionista minoritário – em uma situação de estreita liquidez – a proteção de que suas ações sejam adquiridas a "preço justo" por meio de uma OPA por aumento de participação.

3.2.5. Uma hipótese específica: o art. 37, §2º, Instrução CVM nº 361/2002

Outra previsão relacionada à OPA por aumento de participação na Instrução CVM nº 361/2002 é o art. 37, §2º[204], que trata de uma hipótese específica de incidência. De acordo com a própria instrução, o limite de 1/3 das ações em circulação, referidos no art. 15, inciso I, e no art. 26, deve ser "calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir" (art. 37, §1º).

Assim, caso o acionista controlador já tenha atingido aquele limite de 1/3 (verificado com base nas ações em circulação em 04.09.2000) no momento entrada em vigor da Instrução CVM nº 361/2002 (*i.e.*, 05.03.2002), ele só poderia realizar novas aquisições por meio de uma OPA por aumento de participação.

Esse dispositivo abarca, mais especificamente, situações em que, durante a vigência da Instrução CVM nº 299/1999, o limite de 1/3 foi atingido por meio de uma oferta que, mesmo tendo sido aderida por mais de 1/3 das ações, o controlador se restringiu a adquirir

[204] "Art. 37. Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação, revogadas as Instruções CVM nºs. 229/95, 299/99 e 345/00, ressalvada a aplicação da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001 às ofertas ainda não publicadas. (...) §2º Ainda para efeito das companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução, caso o ofertante, nas ofertas de que trata o caput do art. 15, já tenha atingido o limite a que se refere o inciso I do mesmo artigo, calculado na forma do parágrafo anterior, nova aquisição de ações somente poderá ser realizada mediante OPA por aumento de participação, com as limitações ali estabelecidas."

apenas 1/3.[205]-[206] Ao limitar suas aquisições naqueles casos, o acionista controlador evitava a incidência das regras relativas ao cancelamento de registro (incluindo a elaboração de laudo de avaliação).

Isso fez com que o regulador entendesse ser necessário esclarecer que – a partir da entrada em vigor da Instrução CVM nº 361/2002 – o controlador só poderia fazer novas aquisições por meio de uma OPA por aumento de participação, mantendo a congruência e os requisitos do regime anterior – o que inclusive evidencia o motivo pelo qual esta regra está inserida no capítulo de "Regras de Vigência" da instrução.

3.2.5.1. A relação entre o art. 37, §2º, e o art. 26, §6º

Essa leitura do art. 37, §2º, é condizente com a interpretação do art. 26, §6º, como uma obrigação autônoma. Nas duas hipóteses, parece haver uma preocupação do regulador com casos em que o limite de 1/3 já tenha sido atingido, decorrendo daí a necessidade de proteção das *ações remanescentes em circulação*.

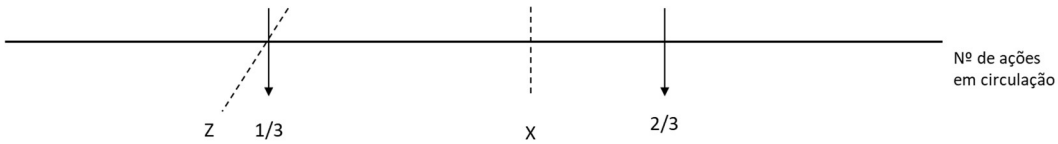
A diferença entre o art. 37, §2º, e o art. 26, §6º, é a amplitude de cada um. Enquanto o art. 37, §2º, limita-se aos casos em que o adquirente tenha adquirido *exatamente* 1/3 das ações em circulação até a entrada em vigor da Instrução CVM nº 361/2002, o art. 26, §6º, pode ser aplicável mesmo na hipótese nas quais – por qualquer motivo – o adquirente tenha *ultrapassado* esse limite, tendo um papel especial nos casos em que tenham sido adquiridas ações superiores a 1/3 das ações em circulação, mas menos de 2/3 (quando o art. 10, §2º, não seria aplicável) – e sem qualquer requisito temporal.

Graficamente, teríamos o seguinte:

---

[205] Vale lembrar que, de acordo a redação dada à Instrução CVM nº 299/1999 pela Instrução CVM nº 345/2000, o controlador poderia: **(i)** desistir da oferta; **(ii)** adquirir, proporcionalmente, o número de ações dos aceitantes da oferta, até o limite de 1/3 das ações em circulação; ou **(iii)** iniciar novo procedimento de oferta pública, observando as regras de cancelamento de registro.

[206] De acordo com a área técnica da CVM: "a OPA por aumento de participação prevista pelo art. 26 da Instrução CVM 361 tem por objetivo tutelar a liquidez no âmbito das aquisições realizadas por outro meio que não uma OPA, tendo em vista que a obrigatoriedade de se realizar tal oferta só ocorre uma vez deflagrada, pelos agentes ali descritos, a aquisição, "por outro meio que não uma OPA, [de] ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação". Já a OPA por aumento de participação prevista pelo art. 37 da mesma Instrução tem por objetivo tutelar a liquidez no âmbito das aquisições realizadas por meio das OPA de que trata o art. 15, uma vez que tenha sido atingido, em OPA anterior(es), o limite de 1/3 de que trata o inciso I do referido artigo, situação limítrofe entre haver ou não o impedimento de liquidez das ações em circulação, segundo parâmetros estabelecidos pela CVM na Instrução CVM 361." (MEMO/SRE/GER-1/Nº 62/2014, emitido no âmbito do Processo RJ 2014/2399, j. em 26.08.2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140826_R1.html. Acessado em 02.07.2018).

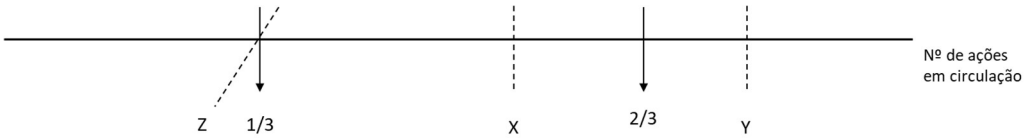


Na hipótese em que o acionista tenha adquirido uma quantidade "z" de ações antes de 05/03/2002, em que "z" é igual a 1/3, qualquer nova aquisição deve ser realizada por meio de OPA por aumento de participação, por força do art. 37, §2º. Caso a quantidade "z" tenha sido adquirida após 05/03/2002, aplica-se o art. 26, §6º.

Além disso, se acionista controlador adquirir uma quantidade "x" de ações, em que: 1/3 < x < 2/3, novas aquisições só seriam possíveis por meio de uma OPA por aumento de participação, por força do art. 26, §6º.

3.2.5.1.1. Um terceiro caso: a aquisição de mais de 2/3 das ações em circulação

Uma situação que merece uma análise mais cuidadosa é a incidência do art. 26, §6º, da Instrução CVM nº 361/2002, quando o acionista controlador já tiver adquirido mais de 2/3 das ações em circulação por meio de uma OPA. A situação seria a seguinte, sendo que y > 2/3:



Isso porque, neste cenário, houve a aplicação do art. 10, §2º (e, portanto, uma análise dos acionistas quanto à sua situação de liquidez após a realização da OPA) e a liquidez daquelas ações estaria bastante prejudicada – chegando ao caso de a "'*liquidez*' [ser] *um atributo que possui contornos meramente teóricos*"[207].

Este cenário já foi analisado pela CVM, tanto no Caso Net, como no Processo RJ 2014/2399, j. 26/08/2014 ("Caso Microsoft").

O Caso Microsoft se iniciou por uma consulta encaminhada pela Microsoft Global Finance sobre a necessidade ou não de a Embratel Participações S.A. em conjunto com a

[207] MEMO/SRE/GER-1/Nº 62/2014, emitido no âmbito do Processo RJ 2014/2399, j. em 26.08.2014 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140826_R1.html. Acessado em 02.07.2018).

Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – Embratel (ambas controladoras de Net Serviços de Comunicação S.A.), realizarem oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação, caso viessem a adquirir ações de emissão da Net Serviços de Comunicação S.A., por meio de negociação privada, após a realização de 2 ofertas públicas que tinham por objeto ações de emissão da Net (uma OPA voluntária e outra OPA Unificada – decorrente da união de uma oferta por alienação de controle e para saída de segmento especial de listagem). Ocorre que os acionistas controladores se comprometeram a adquirir as ações da Microsoft, pelo mesmo preço ofertado na OPA Unificada, sob a condição de que isso não deflagraria o lançamento de uma OPA por aumento de participação, por considerarem o procedimento da oferta muito custoso e demorado para a aquisição de um pequeno número de ações.

Ao cabo, o caso coloca as seguintes questões: quando as ações remanescentes em circulação possuem um nível de liquidez tão reduzido que o único potencial comprador passa a ser o acionista controlador, é razoável impor mais restrições à aquisição dessas ações pelo controlador? A imposição de ônus adicional – como é o caso da OPA por aumento de participação – seria uma ferramenta adequada para tutelar a liquidez daquelas ações?

Naquele caso, a CVM entendeu que não.[208] De acordo com o memorando da área técnica, seguido pelo Colegiado, "caso as OPA previstas pelo art. 15 da Instrução CVM 361 tenham aceitação por titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, não haveria, a priori, outro dispositivo na Instrução em tela, exceto o § 2º do art. 10, que tutelasse a liquidez das ações remanescentes".[209] Desta forma, não haveria qualquer razão para a imposição da OPA por aumento de participação.

Este entendimento se baseou, fundamentalmente, nas conclusões do Caso Net, que não viu o §6º do art. 26 como uma obrigação autônoma. O precedente deve ter suas conclusões devidamente moduladas, como quis expressamente o Colegiado da CVM. No caso concreto, talvez a imposição dos custos relacionados a uma OPA por aumento de participação fosse um exagero, o que impossibilitaria uma saída de liquidez encontrada pelos

---

[208] O Colegiado da CVM, entretanto, enfatizou o fato de que seu entendimento estaria circunscrito àquele caso concreto e suas características específicas, de forma que eventuais casos futuros deveriam ser analisados em suas particularidades, ainda que guardassem alguma semelhança. A então diretora Luciana Dias destacou que levou em consideração, especificamente a baixa liquidez das ações da Net, conforme consta na ata de reunião do Colegiado de 26/08/2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140826_R1.html. Acessado em 02.07.2018.

[209] MEMO/SRE/GER-1/Nº 62/2014, emitido no âmbito do Processo RJ 2014/2399, j. 26.08.2014 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140826_R1.html. Acessado em 02.07.2018).

acionistas minoritários – no caso, o remédio regulamentar teria um efeito contrário àquele originalmente previsto.

Tal fato, no entanto, não pode justificar a ausência absoluta de mecanismos regulamentares de proteção à liquidez das ações remanescentes em circulação uma vez que se tenha ultrapassado o limite de 2/3. Alguns arranjos privados, em tese, até poderiam justificar uma flexibilização da regra, mas eles não devem ser capazes de eliminá-la por completo.

O art. 26, §6º, em princípio, deveria ser aplicado nesses casos. No entanto, a depender da situação concreta, poderia ser realizado um procedimento diferenciado de OPA por aumento de participação, tornando-a menos onerosa. Uma alternativa seria a configuração de uma situação excepcional que "*justifi[casse] a aquisição de ações sem oferta pública*", com base no art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002 – especialmente no exemplo do §1º, inciso II, deste artigo[210].

3.3. O PROCEDIMENTO DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO E SEUS EQUÍVOCOS

3.3.1. A regra de 1/3-2/3 na OPA por aumento de participação

A Instrução CVM nº 361/2002 – em linha com a Instrução CVM nº 345/2000 – prevê uma regra específica para a aquisição de ações em uma OPA, em caso de aceitação por titulares de mais de 1/3 e manos de 2/3 das ações em circulação. Nesta situação, o ofertante (acionista controlador ou a própria companhia) está limitado a adquirir 1/3 das ações em circulação, mediante rateio entre os aceitantes (art. 15, inciso I), ou pode desistir da oferta, desde que esta possibilidade estivesse prevista no instrumento de OPA (art. 15, inciso II). Caso a OPA tenha adesão de mais de 2/3 das ações em circulação, o ofertante está liberado para adquirir todas elas – quando seria aplicável o art. 10, §2º.

---

[210] "Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso.
§1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes: (...)
II - da pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações em circulação, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado".

A regra tem como objetivo proteger a base acionária remanescente após a OPA, evitando que ela seja composta por um número muito pequeno de ações, o que poderia prejudicar sua liquidez.

Até 2019, a única exceção para a incidência do art. 15 eram as OPA por alienação de controle, de modo que esse mecanismo de proteção à liquidez era aplicável nos casos de OPA por aumento de participação.[211] Ocorre que em um contexto no qual a liquidez já está prejudicada, esse dispositivo pode ter um efeito inverso ao esperado.

Isso porque, de acordo com os precedentes da CVM, na OPA por aumento de participação, o limite de 1/3 das ações em circulação já estaria ultrapassado – o que, inclusive, teria ensejado a necessidade de realização da oferta.[212] Desta forma, o art. 15 seria aplicável apenas em relação ao limite de 2/3 das ações em circulação. Ou seja, se houvesse a adesão de mais de 2/3 das ações em circulação em uma OPA por aumento de participação, a oferta seria realizada normalmente e o ofertante seria obrigado a adquirir todas as ações pelo período de 3 meses posteriores à OPA (art. 10, §2º); por outro lado, se apenas acionistas representantes de menos de 2/3 das ações em circulação aceitarem a oferta, a OPA simplesmente não seria realizada, uma vez que o ofertante estaria impedido de adquirir mais ações (ao mesmo tempo, o ofertante estaria desincumbido de sua obrigação de lançar a OPA).

Na prática, a OPA por aumento de participação teria um quórum de aceitação parecido com o da OPA para cancelamento de registro.[213]

Há, aqui, um evidente contrassenso: uma regra criada para proteção de liquidez acabava se tornando um obstáculo para a implementação da OPA por aumento de participação – outro instrumento criado justamente para tutelar a liquidez das ações

---

[211] Como se verá no item 3.1.2, em 2019, foi editada a Instrução CVM nº 616/2019, que alterou a Instrução CVM nº 361/2002. Entre outras reformas, a instrução incluiu o §2º do art. 15, dispensando a sua aplicação nas OPA por alienação de controle, OPA por aumento de participação e OPA decorrentes, nos termos do regulamento de entidade administradora de mercados organizados, de (i) retirada de determinada espécie ou classe de valores mobiliários de negociação em mercados organizados; ou (ii) saída de segmento especial de negociação que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa.

[212] A base de cálculo para os limites do art. 15 está fixada pelo art. 37, §1º, da Instrução CVM nº 361/2002. A CVM já se manifestou neste sentido, como se pode notar, exemplificativamente, nos Processo CVM nº 19957.000990/2016-81, j. em 06.09.2016 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160906_R2/20160906_D0345.html. Acessado em 03.07.2018) e Processo CVM nº RJ-2014-7916, j. em 21.01.2015 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2015/20150121_R1/20150121_D9541.html. Acessado em 03.07.2018).

[213] Vale lembrar que, no caso da OPA para cancelamento de registro, as ações em circulação com computadas com base apenas nas ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA (art. 16, inciso II, da Instrução CVM nº 361).

remanescentes em circulação. A aplicação do art. 15, nesses casos, tinha o potencial de deixar desamparados os acionistas que a OPA por aumento de capital deveria resguardar.

Mais do que isso, a norma regulamentar acabava se sobrepondo ao comando legal, uma vez que o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. visa proteger a "*totalidade as ações remanescentes em mercado*". Isto é, a lei exige que a OPA por aumento de participação seja destinada à totalidade dos acionistas da mesma espécie e classe de ações que tiveram sua liquidez afetada – oferecendo-lhes uma saída. A adoção do art. 15 nos casos de OPA por aumento de participação, por sua vez, podia limitar o direito dos acionistas de protegerem o último resquício de liquidez que poderiam encontrar.

3.3.1.1. O Caso Gerdau e a Instrução CVM nº 616/2019

A problemática relacionada à aplicação do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002 às OPA por aumento de participação ficou evidente quando a CVM analisou o pedido de registro da OPA da Gerdau S.A., no Processo SEI 19957.002501/2017-14 ("Caso Gerdau"), no qual a ofertante solicitou a dispensa dos limites impostos por este artigo[214] e a área técnica da CVM – seguida pelo Colegiado – entendeu que eles deveriam ser observados.

De acordo com a SRE, o art. 15 asseguraria aos acionistas uma análise do *trade off* entre o preço ofertado e o nível de liquidez que suas ações se encontram.[215]-[216] Desta

---

[214] A estrutura da oferta também previa a aplicação do art. 10, §2º, da Instrução CVM nº 361/2002 independentemente do número de ações que aderissem à OPA.

[215] Conforme o Memorando nº 34/2017-CVM/SRE/GER-1: "28. Em nosso entendimento, os limites previstos pelo art. 15 da Instrução CVM 361, ao serem aplicados a uma OPA por aumento de participação, têm o condão de deixar a cargo dos titulares das ações em circulação remanescentes a decisão sobre o que seria mais vantajoso para eles, a liquidez que remanesceu após o aumento de participação ocorrido ou a alienação de sua participação ao preço ofertado.
29. Dessa forma, segundo os parâmetros constantes da Instrução CVM 361, a alienação de ações em uma OPA por aumento de participação só seria considerada interessante do ponto de vista da comunidade de acionistas objeto da oferta, caso tal opção fosse aceita por titulares de pelo menos 2/3 das ações em circulação remanescentes, de modo que o preço seja referendado pela ampla maioria, a exemplo do que ocorre em uma OPA para cancelamento de registro, onde o sucesso da oferta depende do atingimento de quórum similar." (Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170613/0707.pdf. Acessado em 03.07.2018).

[216] É interessante notar também um argumento trazido pela Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), no âmbito da audiência pública que antecedeu a edição da Instrução CVM nº 616/2019, e a falsa função que ela atribui ao art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002. Isso porque a AMEC, em sua manifestação, demonstrou-se preocupada com o risco de retorno do "fechamento branco de capital" em decorrência da exclusão dos limites impostos pelo art. 15 às OPA por aumento de participação. Segundo ela, "a solução cria um novo problema: trata-se do caminho para o fechamento branco de capital, afastando a incidência das cláusulas protetivas do Artigo 16, inciso II da ICVM 361 – especialmente relacionadas à capacidade de acionistas detentores de 1/3 das ações em circulação de fato impedirem o sucesso da oferta. Em outras palavras, qualquer controlador interessado em comprar a totalidade das ações poderá fazê-lo, com rito similar, sem observar o poder de veto dos minoritários, tornando letra morta a proteção regulamentar aos investidores nos

maneira, a maioria dos acionistas poderia optar por manter a liquidez remanescente (sem a alienação de nenhuma outra ação ao ofertante) diante do preço ofertado, sem que o atual cenário de liquidez fosse afetado com a realização da oferta. Seria, em outras palavras, uma maneira de evitar uma pressão para vender.

De acordo com a área técnica, seguindo o entendimento do Colegiado no Caso Microsoft, seria "necessário se tutelar a liquidez remanescente, mesmo após ter ocorrido o rompimento do limite de 1/3 de que trata o art. 26 da instrução CVM 361".

No entanto, ao se deparar com a imposição de um quórum de aceitação para a OPA por aumento de participação mais rígido do que o da OPA para cancelamento do registro[217], decorrente desta a interpretação proposta pela área técnica, a SRE entendeu ser razoável que o limite de 2/3 fosse aplicado com base nas ações *habilitadas* ao leilão – o que "permitiria uma OPA mais eficaz, com a possibilidade de discordância de seus acionistas", mesmo que houvesse a possibilidade de o ofertante não poder adquirir nenhuma ação, ao mesmo tempo em que cumpriria sua obrigação de realizar a OPA.

O Colegiado acompanhou o entendimento da área técnica quanto ao indeferimento do procedimento pleiteado pela ofertante, concluindo que a adoção de procedimento diferenciado (art. 34, Instrução CVM nº 361/2002) somente se mostra cabível em circunstâncias excepcionais e que ele não seria meio hábil à revisão da norma estabelecida no art. 15[218], o que também o fez desconsiderar a alternativa proposta pela SRE. Ao final, o

---

casos de cancelamento de registro." (disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0219.html. Acessado em 16.02.2020).
A preocupação, entretanto, é infundada. A Lei das S.A. e a regulamentação da CVM possuem ferramentas muito mais adequadas para tratar do problema do "fechamento branco de capital" do que o art. 15 da instrução. Em primeiro lugar, o próprio retorno da OPA por alienação de controle à Lei das S.A. já coibi, em alguma medida, esse tipo de comportamento (vale lembrar que foi sua retirada da lei que deu início a essas operações). Em segundo lugar, a Instrução CVM nº 358/2002 prevê regras de divulgação em casos de aumento de participação dos acionistas da companhia acima de determinados patamares, consagrando o princípio da não surpresa. Em terceiro lugar, ao exigir que a OPA por aumento de participação seja lançada a preço justo, embasado em um laudo de avaliação, operações de "fechamento branco de capital" perdem o sentido, pois se tornam tão custosas quanto a OPA para cancelamento de registro. Ou seja, os efeitos do art. 15 na mitigação de eventual risco de retorno dessas operações no contexto brasileiro são irrisórios.

[217] Segundo o Memorando nº 34/2017-CVM/SRE/GER-1: "há que se ressaltar que a OPA para cancelamento de registro, caso atinja seu quórum de sucesso, resulta no cancelamento do registro de companhia aberta junto à CVM, sendo tal consequência significativa para os acionistas minoritários que desejarem não alienar suas ações na oferta, fato que não ocorreria como resultado de uma OPA por aumento de participação. Ou seja, talvez não faça sentido se ter uma regra mais restritiva de "sucesso" para uma OPA por aumento de participação do que para uma OPA para cancelamento de registro" (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170613/0707.pdf. Acessado em 03.07.2018).

[218] Isso fez com que o Colegiado solicitasse à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado que avaliasse as considerações da SRE, contidas no Memorando nº 34/2017-CVM/SRE/GER-1, no âmbito de eventual reforma da Instrução CVM nº 361/2002.

Colegiado solicitou que as considerações da SER fossem avaliadas no âmbito de eventual reforma da Instrução CVM nº 361/2002.

Ocorre que a manutenção dessa espécie de "quórum de aceitação" para a realização da OPA por aumento de participação não é adequada. Além das razões já expostas no item 3.1 acima, no caso concreto, a ofertante oferecia mecanismos adequados para sanar as preocupações levantadas pela área técnica da CVM. Ao assegurar as proteções do art. 10, §2º, da Instrução CVM nº 361/2002 mesmo sem que o quórum de 2/3 fosse atingido, os acionistas poderiam reavaliar a análise de *trade off* imaginada pela SRE diante do novo contexto de liquidez. Ao mesmo tempo, nenhum acionista estaria impedido de utilizar sua saída de liquidez – a OPA – por conta das avaliações dos demais acionistas quanto à adequação de se aceitar ou não a oferta.

Ademais, a área técnica se baseou em um precedente (o Caso Microsoft) em que o Colegiado tomou todas as precauções para circunscrever os seus efeitos apenas àquele caso concreto (como visto no item 2.5.1.1). Mais do que isso, naquele caso, em última análise, a proteção a uma saída de liquidez se sobrepôs aos demais interesses em jogo, modulando os efeitos do art. 37, §2º, de forma a resguardar os interesses dos acionistas minoritários.

A SRE tampouco eliminou o "quórum de aceitação" da OPA por aumento de participação similar ao da OPA para cancelamento de registro (apenas os igualou em sua proposta). No entanto, a OPA para cancelamento de registro tutela uma situação diferente da OPA por aumento de participação – muito mais gravosa aos acionistas – e parte de um cenário distinto. Enquanto na OPA para cancelamento de registro, *o evento* que impactaria a liquidez (o cancelamento de registro de companhia aberta) só ocorreria mediante a aceitação de 2/3 das ações em circulação (isto é, a oferta é uma *condição* para a existência de uma situação de fato), na OPA por aumento de participação, as ações já sofrem as consequências de um estreitamento de sua liquidez – que é exatamente o que justifica a sua incidência (ou seja, aqui, ocorre o contrário, a oferta é uma *decorrência* da situação de fato). Não faz sentido impor uma barreira tão alta para que o acionista possa alienar sua ação, diante de um contexto de baixa liquidez, no caso da OPA por aumento de participação.

As discussões em torno do Caso Gerdau resultaram em uma mudança relevante no regime da OPA por aumento de participação. Em 03/12/2019, foi editada a Instrução CVM nº 616/2019, que alterou alguns dispositivos da Instrução CVM nº 361/2002, inclusive seu art. 15 e reconheceu as limitações que ele impunha à oferta prevista no art. 4º, §6º, da Lei

das S.A.[219]Com isso, o procedimento aplicável às OPA por aumento de participação se torna mais condizente com seus pressupostos de incidência e seus fins.

3.3.2. O procedimento alternativo da OPA por aumento de participação

Caso alguma das hipóteses de incidência da OPA por aumento de participação seja satisfeita, a Instrução CVM nº 361/2002 prevê, em seu art. 28, uma alternativa à realização da oferta, mediante solicitação à CVM.[220]

Para que a autarquia autorize a adoção do procedimento alternativo, a regulamentação exige: **(i)** o compromisso de "alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição" (art. 28, caput); e **(ii)** que "os adquirentes não sejam pessoas vinculadas ao acionista controlador, nem atuem em conjunto com ele ou pessoas a ele vinculadas" (art. 28, §1º).

Desta forma, a Instrução CVM nº 361/2002 criou um procedimento, em tese, menos oneroso ao acionista controlador, desde que os patamares mínimos de liquidez (ou dispersão acionária) previstos no art. 26 sejam restabelecidos, protegendo o bem jurídico tutelado pela OPA por aumento de participação[221] – afinal, a oferta não visa "penalizar ou onerar o adquirente, mesmo porque ele não descumpriu norma e nem realizou ato reprovável" (YAZBEK, 2017, p. 775).

---

[219] Conforme o Edital de Audiência Pública SDM 02/2019: "a CVM propõe que as OPAs por aumento de participação sejam excluídas da regra do art. 15 da Instrução CVM 361. A proposta decorre do fato de que a referida OPA é exigida justamente em casos em que houve aquisição de ações em circulação em percentual que presumidamente afetou negativamente a liquidez dessas ações. Assim, não haveria razão para se impedir que determinados acionistas alienem a totalidade das ações nessa oferta" (disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0219.html. Acessado em 16.02.2020).

[220] O acionista pode optar pelo procedimento alternativo tanto no momento em que ultrapassou algum dos limites do art. 26 (em até 30 dias, a contar da aquisição que origem à obrigação de lançamento da OPA, que seria o prazo para a apresentação à CVM do requerimento de registro da OPA por aumento de participação) ou mesmo durante o processo de registro da OPA, na hipótese de ocorrer revisão do preço da oferta (art. 4-A, da Lei das S.A.) que resulte em um preço maior do que o proposto (PENNA, 2016, p. 423). A utilização do procedimento alternativo, entretanto, está limitada a uma única vez, a cada período de dois anos (art. 28, § 3º, da Instrução CVM nº 361/2002).

[221] Como lembra Otavio Yazbek: "a possibilidade de existência de um procedimento alternativo, em tais casos, é uma situação que demonstra o compromisso do regulador com os fins do instituto da OPA por aumento de participação, independentemente da observância de uma dimensão procedimental que, em determinados momentos, pode ser por demais custosa ou ineficiente" (2017, p. 773). Mais à frente, o autor menciona que "a obrigatoriedade de realização de OPA pode fazer com que o ofertante incorresse em custos desproporcionais (tendo em vista a possibilidade de correção por outro meio) e poderia produzir outros efeitos (como a redução ainda maior de uma desejada exposição ao mercado, por exemplo) (...) a obrigatoriedade de realização de OPA pode também criar movimentações indesejáveis no mercado, com a assunção de posições oportunistas por terceiros" (YAZBEK, 2017, p. 775).

Os requisitos impostos pelo art. 28[222] para a utilização do procedimento alternativo buscam justamente oferecer parâmetros para se sopesar a razoabilidade da adoção desse tipo de procedimento ao invés da realização da OPA por aumento de participação.

É por este motivo que a recomposição do *free float* deve ser destinada a um terceiro que não seja vinculado ou atue em conjunto com o acionista controlador (por exemplo, por meio de acordo de voto ou qualquer outro tipo de comunhão de esforços que demonstrem um interesse comum). Esse tipo de preocupação já estaria – ao menos em parte – abarcada pela própria definição de ações em circulação (art. 3º, inciso III, da Instrução CVM nº 361/2002), que exclui, entre outras, as pessoas vinculadas ao controlador. Assim, parte dos mesmos problemas relacionados à definição de ações em circulação também podem acabar contaminando a eficiência de determinadas estruturas adotadas para a realização do procedimento alternativo, no sentido de efetivamente inibir um "*impedimento de liquidez*".

É o caso da alienação do excesso de participação a um terceiro que tenha a intenção de manter essas ações em sua carteira a longo prazo (um fundo de previdência complementar ou um investidor estratégico, por exemplo). Apesar de ser uma alternativa legítima, uma vez que essas ações voltariam a ser classificadas como *ações em circulação*, dificilmente haveria, de fato, algum tipo de melhoria substancial na liquidez dessas ações – mas, como já foi mencionado, esse é um problema muito mais relacionado ao próprio conceito de ações em circulação do que ao procedimento *per se*.

Além disso, o art. 28 da Instrução CVM nº 361/2002 requer a *alienação do excesso de participação*. A linguagem do artigo parece ser propositalmente ampla, abarcando diversas soluções para que o adquirente possa se livrar do seu excesso de participação,[223] sem estipular a maneira como deverá ser feita essa alienação do excedente. Isso é condizente com a finalidade da norma, que tem como objetivo a proteção dos parâmetros de liquidez determinados pela regulamentação por outro meio que não uma OPA.

A CVM parece ter adotado essa leitura finalística – apesar de se basear e restringir sua análise a critérios bastante casuísticos. Em 2007, o Colegiado da CVM entendeu como legítimas as recomposições do *free float* por meio de operação de incorporação de ações que

---

[222] Os requisitos para a concessão de autorização da CVM para não realização da OPA por aumento de participação são: **(i)** a alienação do excesso de participação; e **(ii)** a alienação da participação a pessoa não vinculada ao acionista controlador.

[223] Por exemplo, por meio de vendas de ações em bolsa de valores, vendas privadas, distribuição pública de ações etc.

acabou por aumentar a base acionária[224]. Assim, uma vez recomposto o *free float*, não seria necessária a realização da OPA por aumento de participação. Este caso, no entanto, não se tratava especificamente de um pedido de adoção de procedimento alternativo, razão pela qual a área técnica da CVM, ao analisar o Processo RJ2014/12977, julgado em 20/02/2015 ("Caso Biosev"), não o considerou um precedente suficientemente adequado para que se pudesse afirmar que a autarquia tem um entendimento muito abrangente quanto ao conceito de *alienação do excesso de participação*.

No Caso Biosev, foi discutida a possibilidade de realização de aumento de capital, com cessão dos direitos de subscrição e consequente diluição do acionista controlador, ser entendida como operação adequada para a alienação do excesso de participação. No caso, não havia, de fato, a previsão de alienação de ações, mas apenas a cessão gratuita de direitos de subscrição ao terceiro, mas que poderia caracterizar a alienação da *participação* relevante.[225] Tendo em vista a estrutura específica adotada, a área técnica entendeu que este seria um procedimento adequado, nos termos do art. 28, da Instrução CVM nº 361/2002.[226]

Contudo, os cuidados da área técnica no âmbito do Caso Biosev, no sentido de restringir a definição de *alienação do excesso de participação,* parecem excessivos. Evidentemente, o entendimento da autarquia adotado no Caso Energisa pode ser aplicado no caso do art. 28 da Instrução CVM nº 361/2002.

---

[224] Trata-se do Processo RJ2006/8591, j. 28.06.2007 ("Caso Energisa"), em que o Colegiado entendeu "ter sido restabelecida, e até aprimorada, embora indiretamente, a liquidez das ações objeto da futura OPA no mercado, nos termos do art. 28 da Instrução 361/02". (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070628_R1.html. Acessado em 30.06.2018).

[225] A amplitude do conceito de alienação do excesso de participação é tratada por Nelson Eizirik e corrobora com essa argumentação: "a alienação de participação acionária configura negócio jurídico por meio do qual o alienante transfere para o patrimônio de outrem **direito** que lhe assegure deter participação no capital social de determinada companhia.
O conceito de alienação de participação, portanto, é mais **amplo** do que o de alienação de ações" (EIZIRIK, 2015, p. 553, grifos do autor).

[226] Para a área técnica da CVM, a conjugação das seguintes etapas viabilizou a adoção do procedimento alternativo: "(i) a cessão dos direitos de subscrição de ações por parte das controladoras de Biosev, em quantidade superior ao excesso de participação que Hédera ou as demais controladoras deveriam alienar com vistas ao cumprimento do art. 28 da Instrução CVM 361; e (ii) a firme integralização das ações advindas de tais direitos por parte de um terceiro, o IFC, não participante nem vinculado ao grupo de controle de Biosev, até a data determinada pelo Colegiado da CVM, em sua reunião datada de 16/12/2014, qual seja 04/03/2015.
3.18 Isso faz com que a quantidade e o percentual de ações de emissão de Biosev em circulação aumentem, não pelo simples fato de ter ocorrido um aumento de capital em que parte das ações tenham sido subscritas e integralizadas por acionistas minoritários, vindo assim a aumentar o número de ações em circulação, mas pelo fato de as controladoras terem alienado, ainda que gratuitamente, seus direitos de subscrição a um terceiro não controlador nem vinculado que efetivamente subscreve e integraliza tais ações até a data determinada pelo Colegiado da CVM em sua reunião datada de 16/12/2014." CVM. Memorando nº 8/2015-CVM/SRE/GER-1 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2015/20150210/9467.pdf. Acessado em 02.07.2018).

Tanto a OPA por aumento de participação quanto o procedimento alternativo visam tutelar a liquidez das ações remanescentes em circulação.[227] Mais do que isso, se o procedimento alternativo não for capaz de conceder proteções equivalentes à OPA por aumento de participação, ele perde sua própria razão de ser. Diante disso, se o Colegiado da CVM entendeu que o restabelecimento do *free float* pelo aumento da base acionária por operação de incorporação de ações faz com que a OPA por aumento de participação perca o seu objeto, não há motivos para impedir a adoção de um procedimento alternativo com uma estrutura semelhante.

O termo "*alienar o excesso de participação*" deve ser interpretado de forma ampla,[228] com o intuito de oferecer diversas alternativas que melhor se adaptem às especificidades de cada caso, desde que sejam capazes de tutelar de forma eficaz o mesmo bem jurídico que seria protegido pela OPA por aumento de participação.

Em contrapartida, a CVM, em sua análise quanto à autorização para a adoção do procedimento alternativo, deve ser munida de informações suficientes para que se comprove o compromisso do adquirente em "alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição". Essa análise, deve ser pautada por um juízo de conveniência e oportunidade por parte da CVM, a fim de analisar a estrutura a ser adotada no procedimento, de fato, será capaz de tutelar dos interesses protegidos pela norma.[229]

Ademais, uma vez concedida a possibilidade de adoção do procedimento alternativo, o excesso de participação deve ser alienado em até 3 meses, a contar da ocorrência da aquisição que originou a obrigação de lançamento da oferta. Este prazo poderá ser prorrogado, uma única vez, pela CVM, caso a alienação do bloco de ações nesse período possa "afetar significativamente as cotações das ações" (art. 28, §4º). Apesar da restrição imposta no texto da instrução, a CVM tem autorizado a prorrogação do prazo em outras

---

[227] Cf., neste sentido, Eizirik (2015, p. 550-553).

[228] Por esta mesma lógica de interpretação ampla ao art. 28, o excesso de participação não precisa ser, necessariamente, alienado pelo controlador, sendo possível ocorrer a alienação de ações detidas por pessoas a ele vinculadas ou que atuem com o mesmo interesse. Cf., neste sentido, Eizirik (2015, p. 557-559).

[229] Para Penna, não cabe à CVM fazer esse tipo de juízo. Segundo o autor: "[d]esde que o controlador assuma o compromisso de alienar o excesso de participação e tal alienação seja viável, a Comissão deverá conceder a autorização" (PENNA, 2016, p. 423). O ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade, por outro lado, parece concordar na existência de uma análise de conveniência e oportunidade pela CVM, incluiria a forma como a alienação do excesso de participação se daria: "a CVM poderá considerar a tentativa de realização de venda pulverizada ou pública como um dos fatores que aconselhem o acolhimento de pedido de adoção de procedimento alternativ*o*". (Processo CVM nº RJ 2004/4912, j. em 16.11.2004. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4506-1.pdf. Acessado em 30.06.2018).

hipóteses,[230] sob o argumento de que o prazo de 3 meses, imposto por uma norma da própria CVM, pode ser afastada pelo seu Colegiado.[231]

Por fim, vale lembrar que, na hipótese de o acionista controlador não conseguir implementar o procedimento alternativo no prazo estipulado pela CVM, ele será obrigado a realizar a OPA ou, caso o tenha adotado por conta do preço revisto, prosseguir com a oferta com o novo valor por ação.

3.4. AS DISFUNÇÕES DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO

A OPA por aumento de participação foi criada no contexto do "fechamento branco de capital". Entretanto, o regime legal e regulamentar fizeram com que este tipo de oferta tivesse um escopo mais amplo: coibir atos praticados pelo acionista controlador que impeçam a liquidez de mercado das ações remanescentes em circulação, além daqueles imaginados pelo legislador.

Na prática, embora a OPA por aumento de participação iniba a prática do "fechamento branco de capital", o faz sem aferir com precisão o bem jurídico que, em última análise, visa tutelar – a liquidez das ações remanescentes em circulação.

Isso porque, ao tentar proteger a liquidez a partir de um percentual relacionado ao aumento da participação do controlador, o legislador deixou de lado outros aspectos importantes para verificar se, de fato, determinado ativo é líquido. A partir do critério escolhido pelo art. 4º, §6º, da Lei das S.A. não é possível aferir, por exemplo, a velocidade de negociação da ação, seu volume de negócios, os custos de negociação ou os impactos dos negócios sobre o seu preço,[232] atributos típicos da liquidez.

---

[230] Por exemplo, quando a alienação do excesso de participação é feita por meio de uma oferta pública de distribuição de secundária e, dada a necessidade de registro perante a CVM, esse prazo pode exíguo. Cf., neste sentido, o Processo CVM nº RJ 2004/5248, j. em 16.11.2004, relatora diretora Norma Parente (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4521-0.pdf. Acessado em 30.06.2018).

[231] A manifestação de voto do então Presidente da CVM, Marcelo Trindade, é clara neste sentido: "cumpre esclarecer que, a meu juízo, embora o § 4º do art. 28 da Instrução CVM 361 mencione a possibilidade de prorrogação do prazo de 3 (três) meses apenas para a hipótese de a alienação de todo o bloco de ações "afetar significativamente as cotações", parece-me evidente que, tratando-se de prazo imposto por norma regulamentar de competência do Colegiado, o próprio Colegiado pode examinar outras hipóteses que, a seu juízo, e no interesse dos investidores, permita a prorrogação" (Processo CVM nº RJ 2004/4912, j. em 16.11.2004. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4506-1.pdf. Acessado em 30.06.2018).

[232] Como destaca Tannous: "o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. tentou alcançar um atributo dinâmico e multidimensional exclusivamente por meio de um percentual fixado abstratamente. Este foi o seu equívoco" (2018, p. 202).

Acompanhando as falhas legais, a regulamentação estabelece, independentemente da situação fática de cada companhia, o mesmo limite para as aquisições do acionista controlador. Ela assume que a aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação pelo controlador terá os mesmos efeitos sobre companhias com quantidades de ações em circulação diferentes. Ou seja, os critérios legais e regulamentares estabelecem, no máximo, uma constatação *formal* de um eventual impedimento de liquidez.

Além disso, os parâmetros escolhidos para se chegar a este percentual de concentração que impede a liquidez das ações são complexos e inadequados. Como se viu, as hipóteses de incidência da OPA por aumento de participação são múltiplas e complexas.

Boa parte dessa complexidade decorre da escolha feita pela a Instrução CVM nº 361/2002 ao eleger, como base de cálculo para o percentual previsto na Lei das S.A., as *ações em circulação*, computadas em um *momento específico* na vida da companhia, o que traz problemas práticos de ordens diferentes. Em primeiro lugar, o fato de as ações serem detidas por determinado agente não significa, necessariamente, que elas sejam mais ou menos líquidas. Adicionalmente, adotou-se uma base de cálculo fixa (estabelecida por uma *data de corte*) com um critério flutuante (*ações em circulação*), o que requer a realização de ajustes na base de cálculo, dificultando a implementação da regra e trazendo insegurança jurídica à incidência da OPA.

A despeito da falha legal, a regulamentação poderia ter adotado critérios mais simples para a verificação da necessidade de se lançar a OPA por aumento de participação, como aqueles adotados pela B3 no atual Regulamento do Novo Mercado, que são muito mais adequados, seja para se aferir a efetiva liquidez das ações, seja para impor parâmetros mais claros e estáveis na definição de um impedimento de liquidez.[233]

[233] Outra alternativa é a sugerida por Tannous no sentido de permitir que as próprias companhias, em seus estatutos sociais, disciplinem a matéria, fixando parâmetros que configurariam um impedimento de liquidez ou mesmo afastando a incidência da OPA por aumento de participação (TANNOUS, 2018, p. 204-205).

4. A OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE

4.1. HISTÓRICO LEGISLATIVO: ENTRE IDAS E VINDAS

4.1.1. O anteprojeto da Lei das S.A. e o art. 254[234]

A previsão de uma OPA em decorrência da alienação de controle da companhia não deixa de ser uma distorção em relação ao projeto de lei concebido por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Afinal, o projeto original (assim como o Decreto-lei 2.627/1940) não continha um dispositivo que visasse dividir proporcionalmente o prêmio de controle entre todos os acionistas da companhia como forma de proteção aos minoritários.[235]

Na verdade, a percepção de que os acionistas minoritários deveriam participar do valor do bloco de controle é fruto de um contexto específico de negócios envolvendo instituições financeiras após a década de 1950, nos quais se atribuía um elevado valor pelo seu controle (pago apenas ao acionista controlador) logo antes de a instituição ser objeto de uma incorporação – afetando, assim, toda sua base acionária (BULHÕES PEDREIRA, 1996c, p. 654-655).

A partir da década de 1950, o Governo Federal adotou uma política de limitação à expansão das agências bancárias e de estímulo à concentração dos bancos comerciais. Assim, para expandir suas atividades, as instituições financeiras adquiriam o controle de bancos comerciais visando suas cartas-patentes (isto é, autorizações para funcionar ou abrir agências). Como, em geral, o principal ativo naquelas operações era justamente a quantidade de cartas-patentes, o preço da alienação do controle estava diretamente relacionado ao valor desse ativo intangível.

Após a alienação do controle, o novo controlador incorporava a instituição financeira adquirida. No entanto, o valor dos ativos intangíveis do banco incorporado (como

---

[234] Não tratarei, com maiores detalhes, do art. 255 da Lei nº 6.404/1976, que versava especificamente sobre a alienação de controle de companhia aberta sujeita a autorização governamental. Embora a inserção desse dispositivo na Lei das S.A. tenha se dado no mesmo contexto do art. 254, o art. 255 foi revogado pela Lei nº 9.457/1997 e, ao contrário do art. 254, não voltou a vigorar na Lei das S.A. Assim, como a análise da perspectiva histórica das OPA neste trabalho se impõe apenas como ferramenta para entendê-las em seu contexto atual, o exame do art. 255 se torna desnecessário para os fins desta dissertação. Especificamente sobre o art. 255 na Lei das S.A., cf. Bulhões Pedreira (1996c).

[235] Para José Luiz Bulhões Pedreira, "o artigo 254 inova o direito societário ao criar para os acionistas minoritários direito que não encontra justificativa nas relações de participação própria da estrutura jurídica da sociedade – o de ter parte no valor do bloco de controle da companhia" (BULHÕES PEDREIRA, 1996c, p. 645).

o das carta-patentes) não era levado em consideração para o cálculo da relação de troca por ações da sociedade incorporadora. Consequentemente, os acionistas minoritários da sociedade incorporada ficavam em uma situação economicamente desvantajosa, ao passo que **(i)** os novos controladores se apropriavam do valor das carta-patentes sem repassar nenhum percentual de seu valor aos acionistas minoritários; e **(ii)** os antigos controladores obtinham vantagem patrimoniais oriundas do ágio que lhes era pago por estes ativos intangíveis (também sem reparti-lo com os demais acionistas) (PRADO, 2005, p. 85).

Este descompasso fez com que alguns membros do Poder Legislativo federal defendessem, durante as discussões do que viria a ser a Lei das S.A., a criação de mecanismos que garantissem aos acionistas minoritários a oportunidade de alienar suas ações pelo mesmo preço das ações que compõem o bloco de controle.[236]

O anteprojeto da Lei das S.A. proposto por José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, entretanto, não previa uma oferta pública em casos de alienação do controle. Na visão dos autores, **(i)** o papel desempenhando pelo acionista controlador na organização da sociedade (que é inteiramente distinto dos demais acionistas); **(ii)** a responsabilidade inerente à posição de acionista controlador, em contrapartida do poder de controle; e **(iii)** o fato de o anteprojeto reconhecer que o mercado atribui valor distinto às ações que compunham o bloco de controle, tornavam sem sentido a imposição de uma oferta pública em caso de alienação de controle, como forma de oferecer um tratamento equitativo aos acionistas minoritários (BULHÕES PEDREIRA, 1996c, p. 661-662).[237]

---

[236] Neste contexto, como lembra José Luiz Bulhões Pedreira, o anteprojeto que deu origem à Lei das S.A. contou com a seguinte diretriz presidencial: "[a] lei estabelecerá mecanismos que impeçam que cada ação do majoritário possua um valor potencial muito superior ao de cada ação do minoritário, para tanto a lei deve prever um sistema de oferta pública para as transações que envolvam uma parcela substantiva de transferência do capital votante, de modo a assegurar a igualdade de acesso aos minoritários" (1996c, pp. 658-659).

[237] Os seguintes trechos da Exposição de Motivos nº 196, de 24/06/1976, elucidam bem estes pontos: "a) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram; o valor das ações resulta dos direitos, que conferem, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o de controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas" e "d) o Projeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador, para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico". O anteprojeto contou com alguns mecanismos para a proteção dos acionistas minoritários em casos de alienação de controle, como a imposição de regras informacionais e necessidade de autorização governamental em determinados casos. Neste sentido, a Exposição de Motivos nº 196 destaca as seguintes normas fixadas pelo anteprojeto: "a) a alienação do controle de companhia aberta, por sua importância na vida da sociedade, deve ser imediatamente divulgada no mercado (art. 255); b) a alienação do controle da companhia aberta sujeita a autorização governamental para funcionar, e cujas ações ordinárias sejam, por força de lei, nominativas ou endossáveis, está subordinada à prévia autorização da autoridade competente para aprovar seu estatuto, à qual caberá velar para que os acionistas minoritários não sejam prejudicados (art 256)".

Ao final da tramitação do projeto de lei, que recebeu diversas propostas de emenda, prevaleceu o entendimento de que caberia aos acionistas uma oferta pública em casos de alienação de controle, nos termos apresentados pela "Emenda Lehmann", que deu origem ao art. 254.[238]

O dispositivo, seja pela sua origem nos debates legislativos, seja pela previsão expressa em seu §1º, tinha um objetivo claro: assegurar o tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante a oferta pública para aquisição de ações ao mesmo preço pago para a aquisição das ações do controlador.

Ocorre que mesmo após sua implantação na Lei das S.A., o art. 254 acabou sofrendo, na prática, algumas limitações, em decorrência da edição da Resolução nº 401 do Conselho Monetário Nacional, de 22 de dezembro de 1976, que restringia a extensão da oferta pública obrigatória às ações com direito a voto (inciso I)[239] sob o argumento de que "acionista minoritário é, apenas, o acionista votante. E os não votantes, para essa corrente doutrinária, seriam apenas acionistas 'rendeiros'" (CARVALHOSA, 2011, p. 231).

E se, por um lado, a CVM, responsável pela prévia autorização da alienação de controle[240], adotou a tese corporificada na Resolução nº 401, reduzindo o escopo de atuação do art. 254, por outro, ela o ampliou ao aplicá-lo nos casos de alienação indireta no bloco de

---

[238] "Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários.
§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.
§ 2º Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.
§ 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta."

[239] Nos termos da resolução: "[a] alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer, nos termos desta Resolução, oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar tratamento igualitário ao do acionista controlador".

[240] Uma função "*altamente delicada*", nas palavras de Egberto Teixeira e Tavares Guerreiro, uma vez que a autarquia "não pode interferir com a liberdade das partes na fixação de preço nas alienações de controle, quer por tornar muitas vezes inviáveis essas alienações, prejudicando assim o ritmo dos negócios" (TEIXEIRA; TAVARES GUERREIRO, p. 477, 1979) .

controle – ainda que o texto da lei não previsse esta possibilidade em sua literalidade.[241] De modo semelhante, parte da doutrina à época encampou a tese de que o art. 254 seria aplicável em caso de alienação indireta de controle.[242]

Assim, sob a alegação de que a regra deixaria de abarcar situações que, segundo a CVM e a doutrina, estariam dentro dos objetivos do regime imposto pelo art. 254, iniciou-se a adoção de um tratamento casuístico nas análises operações sobre o controle acionário, causando certa insegurança jurídica na disciplina da OPA por alienação do controle que nos assombra até hoje.

4.1.2. A revogação do art. 254 e seus efeitos

Posteriormente, em 1997, no cenário das privatizações das companhias submetidas ao controle estatal, foi editada a Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997, que promoveu uma série de alterações na Lei das S.A. e, entre elas, a revogação do art. 254.[243] O objetivo desta

---

[241] No Parecer/CVM/SDU/Nº 86, de 19/12/1982, já se defendia que "ao disciplinar a alienação indireta de controle de companhia aberta (art. 254 da Lei nº 6.404/76), o legislador compreendeu ambas as modalidades de exercício desse poder – a direta e a indireta. Interpretação diversa do termo controle está desautorizada, à vista do conteúdo abrangente que lhe empresta a lei societária, nos diversos momentos em que a ele se refere. Também na essência, restringir-lhe o alcance implicaria em tornar inócuo o preceito legal, de vez que o controle indireto aparece com grande frequência, principalmente nos grupos econômicos, em face dos quais a proteção do acionista minoritário requer especial atenção". O parecer ainda utilizou (de forma equivocada) a desconsideração da personalidade jurídica para defender a incidência da OPA nestes casos, como forma de "evitar resultados injustos ou desvios de normas de ordem pública" e "resguardar a plena vigência do preceito legal que exige o tratamento equitativo dos acionistas minoritário, nas hipóteses de alienação de controle de companhia aberta". Além disso, no Parecer/CVM/SJU nº 026, de 28 de dezembro de 1990, a superintendência jurídica da CVM utilizou a teoria dos negócios jurídicos indiretos para defender a aplicação da oferta em casos de alienação indireta de controle: "[e]ntende-se, no âmbito da autarquia, por sua jurisprudência reiterativa, que a alienação de controle indireta configura negócio indireto". Para uma crítica ao entendimento da CVM, cf. Bulhões Pedreira (1996a).

[242] Cantidiano, por exemplo, advogava pela tese de que "como a lei não fixou qualquer limitação ou restrição à aplicação do princípio contido no art. 254, não cabe o intérprete e/ou aplicador da lei fazê-lo. Tivesse o legislador se referido apenas à transferência do controle direto da companhia aberta, aí sim não me restaria qualquer dúvida de que, conscientemente, o legislador teria excluído da abrangência da norma a transferência do controle indireto" (CANTIDIANO, 1985, p. 59).

[243] Além da revogação do art. 254, vale citar a exclusão da obrigatoriedade de realização de OPA ou o rateio dos intangíveis na alienação de controle de companhias abertas sujeitas a autorização governamental para funcionar e a limitação do exercício do direito de recesso nos casos e fusão e incorporação e sua supressão nos casos de cisão de sociedades.

lei era claro: diminuir os custos das privatizações e, assim, viabilizar o Programa de Privatizações das Companhias Estatais e Sociedade de Economia Mista[244]-[245].

Neste contexto, como lembra Roberta Nioac Prado:

> foi o Governo Federal quem mais se beneficiou da revogação deste dispositivo 254 da LSA, de 1976, uma vez que as privatizações das companhias geraram significativos prêmios de controle que legalmente puderam ser completamente apropriados pelo Governo Federal" (PRADO, 2005, p. 93).

A fundamentação que foi divulgada acerca da eliminação do art. 254, no entanto, girava em torno da necessidade de se reduzir, para o adquirente do controle, os custos da operação, que poderiam ser utilizados na capitalização da companhia[246].

De acordo com Munhoz, a exclusão do art. 254 e a vigência da regra de mercado[247] nos negócios sobre o controle de companhias abertas trouxeram efeitos negativos para o mercado de capitais brasileiro, sendo, inclusive, apontada como fator do seu subdesenvolvimento (MUNHOZ, 2013, p. 294).

Talvez o mais marcante desses efeitos negativos seja o surgimento do "fechamento branco de capital". Como mencionado anteriormente, com a revogação do art. 254, foram realizadas diversas operações com o pagamento de ágios substanciais ao acionista

---

[244] Segundo a justificativa que acompanhou o projeto de lei que deu origem à Lei nº 9.457/1997: "[n]o Brasil, atrasamo-nos na modificação do marco legal referente ao mercado de capitais, ao mesmo tempo em que a economia brasileira, no curso dos anos 90, passou a sofrer profundas transformações em suas estruturas produtiva, financeira e tecnológica, desencadeadas fundamentalmente pelo término do regime de economia fechada e coadjuvadas pelo processo de desestatização".

[245] Para uma análise sobre a Lei nº 9.457/1997, suas motivações à luz do modelo político-econômico adotado à época e suas implicações no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, cf. Yazbek (2000).

[246] De acordo com a justificativa da Lei nº 9.457/1997: "[a]penas na aparência esse dispositivo [art. 254] favorece o acionista minoritário. Na prática, por inibir processos de saneamento e capitalização em que a alienação do controle é indispensável, o dispositivo contribui para inviabilizar definitivamente empresas em dificuldade e assim gerar prejuízos que recaem sobretudo sobre os minoritários" e "a obrigatoriedade da oferta pública produz o pior dos mundos. Ao mesmo tempo, inibe e dificulta processos de alienação de controle necessários ao saneamento de empresas e produz situação desfavorável aos minoritários, uma vez que o não saneamento de uma empresa resulta em queda do valor de suas ações, no que se prejudicam, mais que todos, os acionistas minoritários".

[247] A regra de mercado é definida pelo autor como o "princípio de absoluta liberdade do acionista controlador para vender suas ações, recebendo o prêmio de controle sem qualquer interferência dos acionistas não controladores" (MUNHOZ, 2013, p. 172), que se contrapõe com a regra de tratamento igualitário, isto é, "*o princípio de tratamento igualitário entre acionista controlador e não controladores por ocasião da venda* do controle, de tal forma que as ações de todos devem ser vendidas nas mesmas condições" (MUNHOZ, 2013, pp. 172-173), sendo a atribuição, ao adquirente do controle, da obrigação de ofertas publicamente a aquisição das ações dos acionistas não controladores, a forma mais comum de assegurar esse resultado.

controlador[248], enquanto os minoritários tinham suas ações adquiridas de forma esparsa, em bolsa, até se chegar ao ponto de diminuir significativamente a liquidez desses ativos.

Como visto, na tentativa de corrigir os problemas gerados pela perda de liquidez em casos de fechamento branco de capital, a CVM editou a Instrução CVM nº 299/1999, criando a OPA por aumento de participação e regras de divulgação relacionadas à alienação de controle[249]. Ainda assim, passou-se a defender a reinserção do mecanismo previsto no art. 254 da Lei das S.A., como forma de fornecer maior proteção aos acionistas minoritários, dado que a Instrução CVM nº 299/1999 não era capaz de assegurar um tratamento igualitário aos demais acionistas no momento da transferência do controle de companhia aberta.

4.1.3. O retorno da OPA por alienação de controle na legislação brasileira e suas inovações

Foi apenas em 2001, com a Lei nº 10.303, de 31 outubro de 2001[250], e após a conclusão de praticamente todo o processo de privatização das companhias estatais e sociedades de economia mista, que voltou a vigorar no Brasil a obrigatoriedade de se realizar uma oferta pública em caso de alienação do controle de companhia aberta, por meio da inserção do art. 254-A. na Lei das S.A.[251] Assim, o adquirente está obrigado a fazer uma oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, assegurando-lhes o preço de, no mínimo, 80% do valor pago por ação do controlador, como condição suspensiva ou resolutiva para a implementação da operação de transferência de controle.[252] Nestes casos, cabe à CVM autorizar a alienação apenas quando

---

[248] Cf., Parente (2002, p. 39) e os dados publicados pela Dynamo Administração de Recursos Ltda. na "Carta Dynamo nº 26", p. 2 (disponível em: http://www.dynamo.com.br/uploads/d7200dcd846d311d4a0b0cc27da3bcbbe7a80b2e.pdf, Acessado em 10.12.2019).

[249] Sobre o assunto, veja o item 3.1.3 desta dissertação.

[250] Sobre o "*complicado*" trâmite legislativo do projeto de lei que deu origem à Lei nº 10.303/2001, cf. Prado (2005, p. 96-99).

[251] 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. A definição de alienação de controle, por sua vez, é dada pelo §1º do art. 254-A: "[e]ntende-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". As questões envolvendo esta definição serão tratadas, de forma detalhada, no item 4.3.1 desta dissertação.

[252] Os casos em que o processo de desestatização não estava finalizado eram resguardados pelo art. 7º da Lei nº 10.303/2011: "[o] disposto no artigo 254-A da Lei n. 6.404, de 1976, não se aplica às companhias em processo de desestatização que, até a data da promulgação desta lei, tenham publicado um Edital".

"verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais" (art. 254-A, §2º).

O parecer do Deputado Emerson Kapaz traz alguns indicativos do que se pretendia tutelar com a inclusão do art. 254-A:

> Em verdade, trata-se de outra alteração feita para desobstruir o PND, mas que chegou mais longe do que pretendia. O dispositivo – no qual mantemos a determinação de não aplicabilidade às empresas em processo de desestatização – representa uma proteção essencial aos minoritários, em regra abandonados à sua própria sorte quando realizados processos de alienação do controle. Por ele, a CVM deverá zelar pelos interesses dos minoritários – e aprovar previamente a venda – e o novo controlador se obrigará a fazer oferta pública aos minoritários ordinários, por, no mínimo, oitenta por cento do valor por ação pago pelo bloco de controle. Assim, mantém-se a valorização estratégica do controle, sem que, contudo, abissais e injustificáveis disparidades se formem entre parcelas iguais do patrimônio da companhia, em prejuízo dos minoritários.[253]

O novo regime trouxe mudanças significativas em relação ao que se tinha no art. 254.[254] Em primeiro lugar, deixou-se expresso, na própria norma, que a oferta referida no art. 254-A é dirigida apenas aos acionistas com direito a voto. Aliás, vale destacar que o §5º do referido artigo[255], que concedia a opção de se estender, aos acionistas sem direito a voto, a oferta pública prevista no dispositivo, foi vetado. As razões de veto giram em torno de um suposto "conflito com o interesse público" e das regras relativas ao direito de recesso em caso de alteração de direitos concedidos como preferência ou vantagem nos termos do art. 17 da Lei das S.A.[256]

---

[253] Disponível em: http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD20ABR2000.pdf#page=715, p. 720. Acessado em: 29.09.2019.

[254] Para Munhoz, "[o] art. 254-A, ao estabelecer elementos do negócio de alienação, procurou solucionar questões polêmicas debatidas no período de vigência do art. 254, consagrando a orientação dominante, a respeito delas, em precedentes da CVM. Isso explica a definição expressa de que a OPA por alienação de controle aplica-se apenas às ações com direito a voto e de que incide no caso de alienação indireta de controle" (MUNHOZ, 2013, p. 296).

[255] "§ 5º As companhias poderão conceder aos seus acionistas sem direito de voto o direito previsto neste artigo em igualdade ou não com as ações com direito a voto, devendo regular no estatuto com precisão e minúcia as condições do exercício deste direito. A posterior modificação do estatuto neste caso obedecerá ao disposto no § 1º do art. 136".

[256] Conforme a mensagem de veto: "[a] necessidade de se vetar o parágrafo acima transcrito decorre de manifesto conflito com o interesse público, eis que o dispositivo prevê a possibilidade de concessão de direito a acionistas sem direito de voto que já consta, qualificado como preferência/vantagem que pode ser atribuída a ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, do art. 17 do projeto de lei ora comentado, ensejando inclusive, em face da parte final respectiva, um sério risco de insegurança jurídica. Com efeito, a supressão do direito de que se trata que tenha sido concedido como preferência/vantagem, nos termos do art. 17 supramencionado, somente poderá ocorrer com observância do disposto no art. 136 da lei societária, sem prejuízo da possibilidade de se exercer o direito de recesso estabelecido pelo art. 137 do mesmo diploma legal.

Ocorre que a letra da parte final do parágrafo ora examinado permite a interpretação de que a retirada do direito ali previsto pode ocorrer sem que isso implique direito de recesso, já que não há remissão ao art. 137 retro e não se trata, em sentido estrito, de preferência/vantagem, o que, em sendo aceita a proposição, poderá acarretar a vigência de regra com pouca efetividade e desconforme relativamente ao sistema jurídico e gerar inúmeras discussões, inclusive no âmbito judicial".

Em segundo lugar, previu-se expressamente a alienação indireta do controle e afastou de vez a pouca dúvida que ainda restava quanto à incidência da oferta pública por alienação de controle nos casos de controle indireto ao conter referência expressa à "alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta".[257] Vale destacar que, além desta interpretação mais óbvia do termo "indireta" (isto é, "dá-se alienação de controle mesmo que se interponha uma sociedade holding para a realização da alienação das ações da companhia aberta"[258]), a CVM indicou, no âmbito do Processo CVM nº RJ2005/4069, que também seria possível entendê-lo como "acertos contratuais que impliquem a transferência dos direitos políticos e econômicos do valor mobiliário, sem a transferência da ação".[259] Ou seja, mesmo que não haja transferência de valores mobiliários que implique alienação de controle, seria possível a aplicação do art. 254-A caso a alienação ocorresse "mediante acordos que resultem na transferência de poder político e econômico desses valores mobiliários".[260]

Em terceiro lugar, o novo regime, ao reconhecer o valor econômico do controle, não restaurou por completo o princípio igualitário previsto na redação original do art. 254, que, durante a sua vigência, oferecia um tratamento absolutamente igualitário para acionistas com direito a voto, que, ao menos em teoria,[261] deveriam receber o mesmo valor que o acionista controlador.[262] Ao contrário, consagrou-se um valor adicional pelas ações do bloco de controle, que, em tese, valeriam 20% a mais em relação às demais ações.

Ainda assim, é possível alegar que a Lei das S.A. continuou oferecendo (mesmo que em uma outra medida) um tratamento igualitário aos acionistas titulares das ações com

---

[257] Cf. Carvalhosa e Eizirik que apontam que "[o] art. 254-A, tanto no caput como no seu §1º, menciona expressamente, seguindo a orientação já consagrada pela CVM, que deve ser realizada a oferta pública de aquisição das ações dos minoritários não só no caso da venda direta, mas também quando houver alienação indireta do controle acionário, dissipando, portanto, qualquer dúvida que ainda pudesse existir" (2002, p. 401).
[258] Processo CVM RJ2005/4069, relator diretor Pedro Marcílio, j. em 11.04.2006. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf. Acessado em 03.11.2019.
[259] Idem.
[260] Idem.
[261] Cf., neste sentido, o inciso XV da Resolução 401/1976: "[s]e o instrumento de alienação do controle criar para o acionista controlador outras obrigações além da transmissão das ações vendidas ou permutadas, relacionadas com os negócios ou o patrimônio da companhia, o adquirente do controle poderá optar por oferecer aos acionistas minoritários a aquisição das suas ações sem as obrigações adicionais assumidas pelo acionista controlador. Nesse caso, as condições de preço ou permuta ofertadas aos acionistas minoritários deverão corresponder às contratadas com o acionista controlador, com dedução do valor correspondente às obrigações por este assumidas".
[262] Cf., por todos, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, que defendem que "nem a lei, nem o ato do Banco Central determina preços mínimos para a eventual aquisição das ações. Nem tampouco se acham estabelecidos critérios para sua composição. Daí o entendimento que advogamos, no sentido de que o preço será aquele que for convencionado pelas partes, nada tendo a ver necessariamente com valor nominal das ações, nem com seu valor de patrimônio líquido" (TEIXEIRA; GUERREIRO, 1979, p. 476).

direito a voto. Afinal, assumindo uma medida de desigualdade que se julgou adequada (a despeito de artificialmente definida), o que ali se pretendeu foi tratar desigualmente minoritários e controlador tendo em vista que eles se desigualam, em uma espécie de "igualdade material".[263]

A última mudança relevante trazida pelo art. 254-A é a possibilidade de o adquirente do controle oferecer, aos acionistas minoritários, que queiram permanecer na companhia, 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" (art. 254, §4º). Esta alternativa,[264] de um lado reduz o custo da alienação do controle[265] e de outro permite que os acionistas não controladores fiquem na companhia (caso desejem) após terem recebido valor equivalente ao prêmio do controlador.[266]

Por fim, em 2002, com o advento da Instrução CVM nº 361, o regime das ofertas públicas por alienação de controle foi complementado. Além do regime geral previsto na norma, os artigos 29 e 30 trazem disposições específicas sobre a OPA por alienação de controle. Enquanto o art. 30 versa sobre o prêmio para permanência como acionista nos termos do §4º do art. 254-A, o art. 29 trata da hipótese de incidência, objeto e preço da oferta.

Neste sentido, a instrução define acionista controlador como:

> a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

---

[263] Estabeleceu-se, portanto, uma medida de desigualdade decorrente da posição de sócio que cada um ocupa na companhia (controlador ou não controlador), diferentemente da igualdade imposta pelo §1º do art. 109 da Lei das S.A., baseada na classe de ações.

[264] Vale frisar que o pagamento de prêmio não é um procedimento alternativo à oferta em si, mas apenas uma faculdade "a ser adotada cumulativamente com a oferta pública, se assim desejar o adquirente do controle" (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 410).

[265] Norma Parente, ao citar as vantagens do §4º, assevera que "[s]em dúvida, *o tag along* pode, em algumas situações, ser perverso, pois se de um lado o acionista se vê tentado a aceitar a oferta pública de compra de suas ações, de outro, se não a aceita, vê diminuir a liquidez de suas ações. Assim, a idéia do prêmio tem várias vantagens: não empobrece o comprador, que não precisa pagar o valor total da ação, propicia que o acionista minoritário receba o prêmio, desta forma usufruindo do valor de controle, e continue na empresa, cujas ações, ainda por cima, não perderão liquidez" (PARENTE, 2002, p. 42).

[266] Norma Parente defende, inclusive, que o prêmio pode ser menor do que o previsto na lei: "[c]aso o prêmio seja menor do que o previsto na lei, nada impede que o acionista assim o aceite. Isto porque, ainda que não houvesse o prêmio, o acionista poderia preferir não aceitar a oferta de compra e continuar acionista" (PARENTE, 2002, p. 42). Desta forma, o balizador trazido no 2º do art. 254-A para a apuração do valor do prêmio acaba sendo de pouca valia. Roberta Nioac Prado suscita alguns questionamentos que podem ser feitos em face do art. 254-A, §4º (PRADO, 2005, p. 102-103), embora eles não tenham grande relevância prática, seja porque, na prática, este dispositivo é pouco utilizado, seja porque tais questionamentos só surgem em cenários bastante limítrofes.

> a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
>
> b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. (art. 3º, inciso IV)

Além disso, a norma qualifica as ações objeto da OPA como aquelas que tenham "pleno e permanente direito a voto" (art. 29) e, por fim, ao definir "alienação de controle" (art. 26, §4º)[267], a instrução cria parâmetros importantes para a interpretação desse termo.[268]

4.1.3.1. A OPA por alienação de controle nas regras do Novo Mercado

Em dezembro de 2000, seguindo as conclusões de um estudo elaborado pela MB Associados, que defendia a necessidade de proteção dos investidores mediante o aprimoramento de governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, e a experiência alemã de criação do *Neuer Markt*[269] (modelo de regulação privado e contratual, independente da iniciativa estatal e reforma legislativa), a então Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) tomou um papel preponderante no desenvolvimento do mercado acionário e criou os segmentos especiais de listagem: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.

Estes segmentos revelam o comprometimento de determinadas companhias a aceitarem voluntariamente a adoção de práticas de governança corporativa, por meio da

---

[267] "*§4º* Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76". Em sentido, argumentando inclusive pela ilegalidade do art. 29 da Instrução CVM nº 361/2002, cf. Eizirik (2011, p. 610-611); Carvalhosa (2011, p. 190; 198-202); e Penna (2012, p. 216 e ss.).

[268] Nas palavras do então Presidente Marcelo Trindade, "[o] conceito da Instrução antecipa a interpretação da lei pela CVM quanto a alguns pontos relevantes: (i) a alienação pode-se dar por operação isolada ou por um conjunto de operações, dificultando a fraude à lei pelo fracionamento do negócio de aquisição; (ii) a alienação tem que ser realizada por quem já seja, então, acionista controlador ou por pessoa integrante do grupo de controle ; e (iii) a alienação tem que ser feita a um terceiro". (Manifestação de voto no Processo CVM RJ2007/7230, relator diretor Eli Loria, j. em 11.07.2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070711_R2/20070711_D01.html. Acessado em 15.11.2019).

[269] Como aponta o estudo da MB Associados: "[a] experiência do NEUER MARKT na Alemanha fornece um exemplo para os demais países que desejam promover seus mercados de capital. Em particular, o sucesso do *Neuer Markt* demonstra dois princípios: 1) o setor privado tem um papel fundamental na promoção do desenvolvimento do mercado de capitais e 2) proteção a acionistas minoritários é um mecanismo eficiente para a promoção do mercado de capitais" (MB Associados, 2000, p. 12).

implementação, em suas estruturas societárias, de regras mais rígidas do que aquelas previstas na legislação.[270]

Em meio a essas regras, os acionistas de companhias listadas no Novo Mercado ou no Nível 2 contam com disposições aplicáveis especificamente para o caso de alienação do controle que, embora tenham sido inspiradas no art. 254-A, contam com diferenças importantes em relação ao regime legal.[271]

A primeira está relacionada ao valor da OPA em caso de alienação de controle de companhia listada no Novo Mercado ou no Nível 2. Neste caso, o valor da oferta deverá ser igual ao valor pego pelas ações do controle. A segunda diferença é a "manifesta obrigatoriedade da OPA na hipótese de controle minoritário" (MUNHOZ, 2013, p. 325).

---

[270] De acordo com Calixto Salomão Filho, a proposta do Novo Mercado se sustenta em três pilares: (i) a informação completa, ao impor requisitos de divulgação de informações que vão muito além do que requer a lei societária; (ii) o reforço de garantias patrimoniais dos minoritários no momento da saída; e (iii) as proteções estruturais, impostas pelo regulamento, que "modificam a própria conformação interna da sociedade" (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 69-70).

[271] O Regulamento do Novo Mercado (em sua antiga redação, vigente a partir de 10 de maio de 2011 até sua alteração em 2017) e o Regulamento do Nível 2 (cuja redação vigente a partir de 10 de maio de 2011 permanece em vigor) trataram da oferta pública de alienação de controle em seus itens 8.1 e 8.2:

"8.1 Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.

8.1.1 A oferta pública referida no item 8.1 será exigida, ainda: (i) quando houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que venha a resultar na Alienação do Controle da Companhia; ou (ii) em caso de alienação de controle de sociedade que detenha o Poder de Controle da Companhia, sendo que, neste caso o Acionista Controlador Alienante ficará obrigado a declarar à BM&FBOVESPA o valor atribuído à Companhia nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor.

8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a: (i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e (ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos."

Além disso, em suas definições, aos termos "Alienação de Controle da Companhia", "Ações de Controle" e "Poder de Controle" eram atribuídos os seguintes significados, respectivamente: "'Alienação de Controle da Companhia' significa a transferência a terceiro, a título oneroso, das Ações de Controle", "'Ações de Controle' significa o bloco de ações que assegura, de forma direta ou indireta, ao(s) seu(s) titular(es), o exercício individual e/ou compartilhado do Poder de Controle da Companhia" e "'Poder de Controle' significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais *da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante*.". Sobre a diferença entre a oferta prevista no item 8.1 em relação àquela prevista no item 8.2, cf. Munhoz (2013, p. 325-329).

Ademais, em se tratando de companhias listadas no Nível 2, que podem emitir ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito, o regulamento, em seu item 8.1.2, prevê a necessidade de se estender a oferta aos detentores dessas ações.

Como se pode notar, essas diferenças tornam a OPA prevista no Regulamento do Novo Mercado e Regulamento do Nível 2 muito mais abrangentes em relação àquela constante no art. 254-A da Lei das S.A. Por um lado, a autorregulação oferece maior proteção aos não controladores e, por outro, eleva os custos da operação de alienação de controle.

Em 2017, o Regulamento do Novo Mercado foi alterado e as disposições relativas à alienação do controle sofreram mudanças em sua redação.[272] Ainda assim, as observações acima mostram-se pertinentes no contexto atual. O novo regulamento garante aos demais acionistas da companhia o mesmo valor pago pelas ações do controle e, ao manter a expressão "independentemente da participação acionária detida" ao final do art. 37, §1º, parece estender (ou deixa evidente) a incidência da OPA aos casos de alienação de controle minoritário.

4.2. A FINALIDADE DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE

4.2.1. Estratégias de regulação da aquisição do controle em companhias com acionista controlador[273]

A busca por um fundamento claro para a existência da OPA por alienação de controle, e que seja coerente com a sua estrutura, é uma premissa relevante para examinar como ela pode ser um mecanismo capaz de atender aos seus fins. Afinal, como já destacado

---

[272] Atualmente, a alienação de controle é tratada na seção XI do Regulamento do Novo Mercado:
"Art. 37 A companhia deve prever em seu estatuto social que a alienação direta ou indireta de controle da companhia deve ser contratada sob a condição de que o adquirente do controle se obrigue a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante.
§1º Para os fins desta seção, entende-se por controle e seus termos correlatos o poder efetivamente utilizado por acionista de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida.
§2º A obrigação prevista no caput se aplica à alienação de controle por meio de uma única operação ou por operações sucessivas.
§3º A OPA deve observar as condições e os prazos previstos na legislação e na regulamentação em vigor e neste regulamento.
Art. 38 Em caso de alienação indireta de controle, o adquirente deve divulgar o valor atribuído à companhia para os efeitos de definição do preço da OPA, bem como divulgar a demonstração justificada desse valor."

[273] Tendo em vista o escopo desta dissertação, tratarei aqui apenas dos desafios relacionadas à regulação da transferência de controle em companhias com acionista controlador, dado que os problemas verificados em aquisições de controle acionário nas companhias-alvo sem acionista controlador são de natureza distinta.

na introdução desta dissertação, sempre que se pretende regular uma situação, a eficiência da política regulatória adotada pressupõe a exata definição do seu objetivo.

Ocorre que determinar a finalidade de uma norma cujo objetivo é regulamentar a alienação de controle de uma companhia é uma tarefa complexa, tendo em vista a multiplicidade de interesses envolvidos em operações desta natureza (MUNHOZ, 2013, p. 164).[274] De toda forma, a opção do legislador brasileiro de lidar com esta situação por meio de uma oferta pública já pressupõe algumas escolhas.

Isso porque a garantia, instrumentalizada por uma OPA, de que as ações não integrantes do bloco de controle terão as mesmas condições conferidas àquelas que pertencem ao bloco é apenas um dos modelos possíveis para regular as operações sobre o controle acionário. Outro modelo, que se contrapõe à chamada *regra de tratamento igualitário*, é o da *regra de mercado*, que permite ao acionista controlador vender suas ações e receber o prêmio de controle sem reparti-lo com os demais acionistas (MUNHOZ, 2013, p. 172-173).

Como é de se esperar, cada um destes modelos possui vantagens e desvantagens em termos de regulamentação do mercado e desenvolvimento da atividade empresarial, sendo os *trade-offs* inerentes a cada um desses modelos a principal questão regulatória enfrentada nas discussões relacionadas às transferências de controle acionário de companhias de capital aberto.

De acordo com a doutrina especializada, a análise da adequação destes modelos regulatórios à realidade econômica em que estão inseridos deve levar em consideração tanto a competência empresarial (isto é, a habilidade do acionista parar gerir melhor os recursos sociais)[275] a capacidade de se extrair benefícios privados do controle, quanto a intensidade com que cada um desses fatores se manifesta no adquirente do controle, em comparação com o acionista controlador original (MUNHOZ, 2013, p. 174).[276] Em geral, uma transferência

---

[274] Para Munhoz, "o critério normativo a ser perseguido é o da maximização da riqueza agregada dos acionistas (da companhia-alvo e da adquirente) em termo de longo prazo. Na visão deste livro, a maximização da riqueza de longo prazo dos acionistas alinha os interesses destes aos dos stakeholders, resultando em solução que contribui para atribuir aos bens empresariais o seu uso mais produtivo e, portanto, beneficiando a sociedade como um todo" (MUNHOZ, 2013, p. 164-165).

[275] Neste sentido, lembram Easterbrook e Fischel: "[*t]he sale of a control block of stock, for example, allows the buyer to install his own management team, producing the same gains available from a tender offer for a majority of shares but at lower cost to the buyer. Because such a buyer believes he can manage the assets of a firm more profitably, he is willing to pay a premium over the market price to acquire control*" (EASTERBROOK; FISCHEL, 1982, p. 705).

[276] A doutrina estrangeira se debruçou profundamente nesta análise. Cf. por todos: Kahan (1993) e Bebchuk, (1994).

de controle será eficiente para a companhia quando o resultado da diferença entre a competência empresarial e a capacidade de extrair benefícios privados do controle for maior com o adquirente do controle.

Enquanto a regra de mercado garante uma espécie de salvo conduto às transferências de controle – incentivando-as, independentemente de serem eficientes ou não –, a regra de tratamento igualitário dificulta transferências ineficientes, pagando-se o preço de aumentar os custos inerentes às transferências de controle, mesmo que eficientes.[277]

Possivelmente o ponto mais relevante da relação entre esses fatores é a constatação de que uma alienação de controle eficiente não decorre apenas da capacidade de o adquirente do controle gerar maior valor para companhia (por exemplo, ao geri-la melhor).[278] É preciso considerar a possibilidade de este acionista se beneficiar privadamente do controle.

Os benefícios privados do controle são as vantagens obtidas pelos controladores decorrentes de sua posição na companhia e que não são aproveitadas pelos demais acionistas. O termo designa desde um valor meramente psicológico pela detenção do controle até as apropriações, por parte dos controladores, de recursos da sociedade sem dividi-los com os demais acionistas, incluindo o uso de bens da companhia para fins particulares, fixação de remuneração acima do mercado a executivos ligados ao acionista controlador, transações entre partes relacionadas em bases não comutativas, a utilização de informação privilegiada e a própria extração do prêmio de controle.[279]

Tais benefícios são conformados pelo ambiente legal em que se manifestam (LA PORTA *et. al.*, 2000, p. 16) e são mais ou menos evidentes a depender de diversos fatores.[280]

---

[277] Sobre os problemas relacionados à escolha da regra de tratamento igualitário e seu impacto na redução de transferências de controle eficientes, cf. Skog (1997).

[278] Munhoz aponta que "[n]ão é difícil perceber a relação entre maior competência empresarial e eficiência na transferência de controle. Se o adquirente do controle tem maior competência empresarial que o controlador ou a administração anterior, haverá aumento do valor da empresa, em virtude da transferência do controle. Esse aumento de riqueza, porém, não é necessariamente distribuído ao conjunto de acionistas. Se o novo controlador extrair benefícios privados do controle, a riqueza gerada por sua maior competência empresarial pode não ser distribuída aos demais acionistas, ficando estes em situação pior. Essa transferência de controle é considerada ineficiente" (MUNHOZ, 2011, p. 300).

[279] Como lembram Dyck e Zingales: "[t]*he common feature of all the above examples is that some value, whatever the source, is not shared among all the shareholders in proportion of the shares they owned, but it is enjoyed exclusively by the party in control. Hence, the name private benefits of control*" (2004, p. 541).

[280] Por exemplo, como forma de diminuir a extração de benefícios privados do controle, Gilson ensina que: "[t]*o accomplish this outcome, good law must specify substantive standards, require sufficient disclosure that those with the power to enforce the standards know of violations, and provide an effective enforcement process*" (GILSON, 2006, p. 1653).

Em cenários nos quais a extrações destes benefícios é permitida em maior grau,[281] a própria transferência do controle pode ser um mecanismo de o controlador se favorecer da sua posição.[282]

Com efeito, são nos momentos de transferência de controle quando os benefícios privados podem ser quantificados de forma mais evidente. Uma maneira de calcular o valor desses benefícios é pela comparação da diferença entre o preço por ação pago por uma ação do bloco de controle e sua cotação em mercado logo após o anúncio da operação. Esta diferença (o prêmio de controle) representa uma estimativa do benefício privado do controle percebido pelo acionista controlador (DYCK; ZINGALES, 2004, 542).[283]

A mensuração desses benefícios é relevante em termos de política regulatória relacionada às alienações de controle porque, nos cenários em que são elevados, a regra de mercado pode incentivar alienações de controle ineficientes, enquanto a regra de tratamento igualitário pode, a princípio[284], evitá-las (tendo o risco, contudo, de inibir transferências de controle eficientes[285]).

4.2.1.1. A titularidade do prêmio de controle

Paralelamente ao exame dos efeitos econômicos da alienação do controle para identificar as vantagens e desvantagens dos modelos regulatórios, é preciso fazer uma análise

---

[281] Como lembra Gilson: "*Inefficient controlling shareholder systems, (1) the value of controlling shares should be dramatically greater than minority shares; and (2) the extent of private benefits will decrease with the amount of the controlling shareholders' equity holdings and increase with the difference between percentage of control and percentage of equity. In contrast, efficient controlling shareholder systems will be characterized by functionally good law: that is, law and related social institutions that effectively limit private benefit extraction to an amount sufficient to compensate a controlling shareholder for the costs of focused monitoring, but less than the benefit all shareholders receive from such monitoring. Thus, in efficient controlling shareholder systems (3) the value of controlling shares will exceed that of minority shares by a much smaller amount than in inefficient controlling shareholder systems*" (GILSON, 2006, p. 1654).

[282] Com destacam Gilson e Gordon: "[t]*he existence of an ongoing stream of private benefits increases the value of the controlling shares compared to the non-controlling shares by the present value of the future private benefits. A sale of control simply capitalizes the cash flow associated with private benefits of control.*" (GORDON; GILSON, 2003, p. 787).

[283] Outra metodologia possível é a comparação dos valores atribuídos a ações de classes distintas, que tenham os mesmos direitos a dividendos, mas com direitos de voto distintos. Cf. NENOVA (2001).

[284] Ao impor um custo muito alto para a alienação do controle, a regra de tratamento igualitário pode reforçar a manutenção de estruturas de controle concentrado ineficientes – agindo como um mecanismo de cristalização do poder acionário, independentemente dos benefícios que traga aos demais acionistas da companhia.

[285] Há, pelo menos, dois cenários em que isso pode ocorrer. O primeiro é quando os custos da operação aumentarem excessivamente em decorrência da necessidade de se adquirir as ações dos acionistas não controladores (JAVARAS, 1965, p. 425-426). O segundo que é quando a capacidade de extrair benefícios privados do controle pelo adquirente não superar os ganhos advindos de sua competência empresarial (BEBCHUK, 1994, p. 968-973).

de outra ordem. É necessário questionar a quem pertence o sobrevalor atrelado ao bloco de ações de controle e, conforme o caso, se faz sentido reparti-lo.

Afinal, há uma constatação – evidenciada pela própria existência da disciplina legal da OPA por alienação de controle – de que o poder de controle cria uma mais-valia, possui um valor próprio e não se confunde com o valor de cada ação que garante o exercício deste poder (EIZIRIK, 2011, p. 607).[286] Com isso, as transferências de controle envolvem, em regra, um preço mais elevado (um "ágio" ou um "prêmio de controle"[287]). O que a OPA por alienação de controle faz é compartilhar esse ágio, evitando que o acionista controlador se aproprie de todo o sobrepreço da venda das ações integrantes do bloco de controle.

Para alguns, essa distribuição igualitária do prêmio de controle entre todos os acionistas é uma forma de privilegiar o tratamento equitativo entre eles (ANDREWS, 1965).[288] Para outros, quem teria direito a esse sobrevalor seria o acionista controlador[289]. No Brasil, esta discussão foi bastante presente por conta da inserção do art. 254 na Lei das S.A. Como se viu no item 4.1 deste capítulo, os próprios autores do anteprojeto que deu origem à lei societária eram contrários ao compartilhamento do prêmio de controle, pois, a

---

[286] No mesmo sentido, José Luiz Bulhões Pedreira afirma que: "[o] bloco de controle vale mais do que a soma do valor das ações porque, como coisa coletiva, assegura o poder de controle; e o mercado atribui valor a esse poder porque ele constitui, para o investidor, fato de segurança do seu investimento: o aplicador do capital que admite exercer a função de orientar a companhia está disposto a pagar pelo bloco de controle valor maior do que a soma do valor das ações porque adquirirá capacidade de influir decisivamente – mediante a determinação das deliberações sociais e a escolha dos administradores – na sorte do seu investimento, ao invés de ficar na posição de assistir impotente a que essa sorte seja função da competência e diligência de outro acionista controlador, ou de administradores escolhidos por terceiros" (BULHÕES PEDREIRA, 1996c, pp. 652-653).

[287] Andrezzo indica como componentes do prêmio de controle: (i) "o poder político de eleger a maioria dos administradores e orientar a condução dos negócios da companhia; (ii) expectativa de resultados a serem obtidos a partir da condução dos negócios pelo novo controlador; (iii) ativos não reconhecidos nas demonstrações contábeis, que pertencem à sociedade e não a seu acionista controlador, tais como marcas, tecnologias, qualificação dos funcionários, dentre outros; e (iv) eventuais expropriações, ou seja apropriações indevidas em benefício do controlador ou de terceiros e em detrimento dos acionistas não controladores da companhia, tais como salários superiores aos de mercado, uso particular de bens da sociedade, empréstimos subsidiados, dentre outras" (ANDREZZO, 2003, p. 160-179).

[288] A Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21.04.2004, relativa às ofertas públicas de aquisição parece ter seguido esta linha. Em seus princípios gerais (art. 3º) prescreve-se que "[t]odos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; além disso, nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos".

[289] No Brasil, talvez o exemplo mais notório seja o dos autores do anteprojeto que deu origem a Lei das S.A. Pode-se citar, ainda, Fábio Konder Comparato que, analisando o art. 254, concluiu que, a tese de igualdade absoluta entre os acionistas "como toda solução normativa inadequada, peca, a um tempo, por exagero e insuficiência" (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 273). Há, ainda, quem defenda que o prêmio de controle representaria um valor intangível da companhia, constituindo um bem de sua titularidade. De acordo com esta corrente, este sobrevalor deveria ser pago à própria companhia. Cf., neste sentido, Berle e Means (1991).

seu ver, o acionista controlador teria direito a esta mais valia, em contrapartida aos deveres e responsabilidades que lhes são impostos pela lei.

A princípio, cada uma destas posições é juridicamente justificável. Entretanto, uma análise mais detida sobre a genealogia do prêmio de controle oferece argumentos importantes para justificar sua repartição entre todos os acionistas em alguns casos.

Em primeiro lugar, o prêmio de controle pode representar, entre outras coisas, uma parcela antecipada da eventual valorização da companhia sob nova gestão ou, ainda, um percentual do seu potencial de lucratividade (perspectiva de rentabilidade) (PITTA, 2015b, p. 201).

Ocorre que a valorização da companhia e sua perspectiva de rentabilidade não dependem exclusivamente do acionista controlador, mas também da sua capacidade financeira, que, por sua vez, é fruto da contribuição de todos os acionistas – controladores ou minoritários, com ou sem direito a voto. Neste sentido, a apropriação integral do prêmio de controle pelo acionista controlador seria indevida.

Além disso, Dyck e Zingales (2004), ao identificarem os elementos que determinam o valor do controle, demonstram que o ágio dado às ações integrantes do bloco de controle aumenta à medida que a proteção dos acionistas não controladores é menor. Ou seja, quanto maior a capacidade de o acionista controlador extrair benefícios privados do controle, maior será o valor das ações que compõem o bloco de controle, comparativamente ao valor das demais ações da companhia (MUNHOZ, 2013, p. 179).

Isso quer dizer que, quando o valor das ações do controle é muito superior ao valor das demais ações, o ágio que lhe é atribuído não decorre apenas da posição de acionista controlador nem dos ganhos potenciais decorrentes da competência empresarial do novo controlador. Ele é composto também pela capacidade deste acionista de desviar para si a riqueza dos demais, na forma de benefícios privados do controle. E tal fenômeno ocorre com mais frequência em ambientes nos quais os direitos dos acionistas não são efetivamente tutelados.[290]

Neste contexto, ao alienar sua posição, o sobrepreço das ações de controle passa a refletir não apenas um atributo próprio da posição de acionista controlador nem a capacidade

[290] Como destacam La Porta *et. al.*: "*when investor rights are poorly protected and expropriation is feasible on a substantial scale, control acquires enormous value because it gives the insiders the opportunity to expropriate relatively efficiently. If the insiders actually do expropriate, the so called private benefits of control become a substantial share of the firm value*" (LA PORTA *et al.*, 2000, p. 13).

de rendimentos futuros da companhia sob nova gestão, mas, na verdade, algo que faz parte da integralidade dos acionistas da companhia e, por isso, deve ser repartido entre eles (MUNHOZ, 2013, p. 179-180).

4.2.1.2. Balizadores para a escolha do modelo regulatório aplicável às alienações de controle acionário

Estas considerações permitem identificar alguns balizadores para a escolha do modelo regulatório mais adequado para lidar com alienações do controle acionário, a depender dos seus efeitos econômicos e à luz do contexto em que será aplicado.

Como visto acima, em um cenário no qual a capacidade de extrair benefícios privados do controle é baixa, a regra de mercado tende a ser a mais adequada, enquanto a regra de tratamento igualitário poderá, a princípio, ser mais apropriada no cenário inverso (KAHAN, 1993; BEBCHUK, 1994; GILSON, GORDON, 2003, p. 796).[291]

Além disso, sob o ponto de vista jurídico, faz sentido que o prêmio de controle seja dividido entre todos os acionistas quando há uma alta capacidade de extrair benefícios privados do controle (comprovada pelo alto valor do ágio atribuído às ações do controle), pois ele passa a representar, em algum grau, a riqueza potencialmente desviada dos demais acionistas (DYCK; ZINGALES, 2004). Assim, a regra de tratamento igualitário terá uma premissa adequada, porque se encarregará de repartir o prêmio entre todos os acionistas e impedirá cessões de controle ineficientes.

O risco da implementação da regra de tratamento igualitário, no entanto, é inibir também as operações eficientes. Em alguns casos, isso pode contribuir para a cristalização de estruturas de controle ineficientes no poder, seja porque os acionistas controles podem resistir a alienar o controle por um ágio menor do que sua capacidade de extrair benefícios privados decorrentes desta posição, seja porque potenciais adquirentes podem desistir da operação por considerar excessivo o preço para a aquisição do controle (que refletirá a capacidade de extrair seus benefícios privados).

---

[291] Segundo Kahan, ambas as regras funcionam melhor quanto maior a concentração do capital: "[t]*he analysis also showed that the operation of both rules improves as the fraction of shares sold in the control sale increases. For higher fractions, PNR* [private negotiation rule] *deters more undesirable control sales and TOR* [tender offer rule] *deters fewer desirable control sales. In other words, regardless of the fraction of shares sold, the trade-off between the rules is similar: Do the losses from undesirable control sales under PNR exceed the losses from deterring more desirable control sales under TOR. The magnitude of the fraction of shares sold is thus not an inherent reason to prefer one rule over the other*" (KAHAN, 1993, p. 377).

O estabelecimento de um limite para o prêmio de controle pode ser um mecanismo de redução desse risco, permitindo que as ações de controle sejam vendidas por um valor superior às dos demais acionistas (MUNHOZ, 2013, p. 181). Desta forma, seria possível incentivar algumas transferências que não ocorreriam sob a versão pura da regra de tratamento igualitário.

Por outro lado, quando a extração dos benefícios privados do controle for baixa, o ágio atribuído às ações de controle pode representar as atribuições específicas desta posição (isto é, comandar a companhia, assumindo, em contrapartida, os ônus, deveres e responsabilidades daí decorrentes). Neste cenário, a regra de mercado, que confere ao acionista controlador ampla liberdade para vender suas ações, sem a participação dos demais acionistas, é adequada e manterá o bom funcionamento do sistema, pois permitirá o livre fluxo de cessões de controles eficientes sem maiores restrições (MUNHOZ, 2013, p. 180).[292]

4.2.2. A opção da Lei das S.A.: proteção dos acionistas minoritários

No Brasil, a obrigação de se lançar uma oferta pública de aquisição de ações por conta da alienação do controle de companhia aberta se dá, historicamente,[293] como tentativa de estender aos acionistas minoritários a oportunidade de sair da companhia, assim como fez o alienante, em condições mais ou menos semelhantes àquelas que foram oferecidas ao detentor do bloco de controle.[294]

A opção da Lei das S.A. de dar vida à regra de tratamento igualitário por meio do art. 254-A parece fazer sentido ante a estrutura de capital predominante no Brasil. Afinal, em

---

[292] Munhoz ainda aponta que, em um contexto de mercado de controle dinâmico, a regra de mercado poderia ser adequada mesmo em um contexto de controle concentrado ineficiente, uma vez que "considerando a existência de múltiplas rodadas de transferência de controle, este tenderia a ser transferido, ao final, ao controlador, que poderia contribuir à empresa o seu uso mais produtivo, beneficiando todos os acionistas" (MUNHOZ, 2013, p. 181). Para uma crítica à ampla liberdade do acionista controlador dispor de suas ações, ver Calixto Salomão Filho (2011, p. 151), para quem: "[e]xatamente por ser um poder-dever ou uma função pública, os bens que instrumentalizam o controle devem estar aptos a desempenhá-la. Evidentemente, alienar o controle para pessoa ou grupo de pessoas que possam trazer prejuízo à organização empresarial não cumpre essa função. Assim, o negócio de alienação de controle, exatamente por não envolver apenas o bem "ações", mas o verdadeiro controle sobre a organização empresarial e consequentemente o controle de patrimônios e até destinos alheios, não pode ser considerado um negócio privado" (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 151).

[293] Bulhões Pedreira (1996c, p. 673) lembra que: "[o] objetivo da Emenda Lehmann, claramente enunciado na sua justificação, é fazer com que os acionistas minoritários participem do valor do poder de controle, quando este é transferido". Cf., ainda, Prado (2005, p. 104 e ss.) e o Parecer CVM/SJU nº 80, de 20.10.1981.

[294] De acordo com Roberta Nioac Prado: "reconhecendo o valor econômico próprio do poder de controle, o legislador quis evitar que, em sua alienação, os controladores se apropriassem de todo este sobrepreço sem que aos minoritários fosse oferecida a oportunidade de terem suas ações compradas em idênticas condições e preços às daqueles" (PRADO, 2005, p. 109).

um sistema no qual impera o controle concentrado e de alta extração de seus benefícios privados (decorrente, sobretudo, da ineficiência de mecanismos jurídicos para lidar com essa situação), a regra de tratamento igualitário se mostra a mais adequada.

Aliás, o passado comprova que, durante a vigência da regra de mercado no país, seus resultados não foram animadores. Após revogação do antigo art. 254 da Lei das S.A. e até 2001, a alienação de controle foi um instrumento eficiente para a extração de benefícios privados do controle, uma vez que o controlador brasileiro sempre conseguiu capturar prêmios elevados (DYCK; ZINGALES, 2004; NENOVA, 2000; NENOVA, 2001).[295]

O que se nota no contexto brasileiro é que o sistema de responsabilização do acionista controlador em casos de abuso ou de desapropriação indevida de atributos da companhia que pertencem a todos os acionistas não é tão eficiente como imaginado pelos autores do anteprojeto que deu origem à Lei das S.A. Diante disso, a premissa por eles adotada, no sentido de que o prêmio de controle seria uma espécie de contrapartida aos deveres e responsabilidades impostos ao acionista controlador, não se verifica na prática. Aqui, o ágio, na verdade, inclui a capacidade de beneficiar-se privadamente do controle,[296] que extrai da companhia recursos pertencentes a todos os acionistas e, por isso, não podem deixar de ser repartidos.

A regra de tratamento igualitário, no entanto, sofreu algumas atenuações (mais ou menos legítimas) em solo brasileiro, cujo efeito é reduzir os custos das ofertas e, com isso, mitigar o risco (inerente à regra de tratamento igualitário) de inibir transferências de controle ineficientes. A primeira é a atribuição de um desconto de 20% às ações com direito de voto que não compõem o bloco de controle. Tal opção legislativa – ainda que um tanto arbitrária sob o ponto de vista quantitativo – não deixa de ser uma medida redutora daquele risco. A segunda é a incidência limitada do art. 254-A às ações com direito a voto, em linha com o

---

[295] Em 2001 Tatiana Nenova demonstrou um aumento no valor de ações que compõem o bloco de controle após a edição da Lei nº 9.457/1997, que excluiu o art. 254 da Lei das S.A.: "*control value increases more than twice in response to Law 9457/1997 which considerably weakens minority investor protection. Control value drops to pre-1997 levels in response to CVM Instruction 299/1999 which reinstates the minority protection laws scrapped by the previous legal change. The effect of legal changes on control value is robust, and is not due to underlying changes in the intensity of acquisition activity, or the economic downturn in the late 1990s. Finally, there is evidence that majority shareholders share some of the benefits they extract with minority vote-holders. There is also evidence that expropriation is intensified, especially as concerns the value of non- voting equity*." (NENOVA, 2001, p. 38).

[296] No contexto brasileiro, há casos, por exemplo, de utilização de aeronaves da companhia para fins pessoais, fixação de alta remuneração para a administração composta por acionistas controladores ou pessoas e eles relacionadas, transações entre partes relacionadas celebradas em bases não comutativas etc.

entendimento que havia se formado em torno do antigo art. 254[297] e que produzia os mesmos efeitos.[298] Foi apenas com o advento do Novo Mercado e do Nível 2 que as companhias listadas nesses segmentos deixaram de observar essas atenuações e a regra de tratamento igualitário passou a vigorar em sua integralidade.

Ocorre que modelo da Lei das S.A. não é capaz de impedir todas as transferências de controle ineficientes, uma vez que o novo controlador pode ser menos apto para dirigir os negócios sociais e, ao mesmo tempo, pode extrair maiores benefícios privados do controle. E, neste contexto, o "desconto" de 20% previsto no art. 254-A para ações que não compõem o bloco de controle traz alguma margem de manobra para o potencial adquirente ineficiente.

É por isso que Munhoz sustenta que a Lei das S.A., "ao não adotar uma regra de tratamento igualitário na sua integralidade e, por outro lado, ao não se basear na regra de mercado, acaba por não atingir nenhum dos objetivos" (MUNHOZ, 2011, p. 311).

É certo que o papel da OPA não é corrigir a alta capacidade de se extrair benefícios privados do controle no Brasil nem evitar que acionistas menos habilidosos na condução da sociedade adquiram, eventualmente, o controle de companhias – ela não é um instrumento apto para lidar com este tipo de questão. Parte da solução desses problemas passa, na verdade, pelo aperfeiçoamento do sistema de responsabilização por atos abusivos cometidos pelo controlador, atualmente incipiente[299] – justamente por isso é possível afirmar que a premissa adotada na crítica de Lamy Filho e Bulhões Pedreira à OPA por alienação de controle é falha.

---

[297] José Luiz Bulhões Pedreira, ainda no regime do art. 254, era contrário à extensão da oferta aos acionistas detentores de ações sem direito de voto: [o] fim do artigo 254 é assegurar tratamento igualitários os acionistas minoritários em caso de alienação de controle. Esse tratamento igualitário é alcançado mediante oferta pública para aquisição de suas ações. O simples fato de o dispositivo regular a alienação de controle é suficiente, por si só, para autorizar o entendimento de que os acionistas minoritários destinatários da oferta de compra de ações são os titulares de ações com direito a voto. Poder de controle pressupõe o direito de voto, e não é interpretação razoável entender – na falta de dispositivo legal expresso – que norma que assegura tratamento igualitário ao acionista controlador e aos minoritários pretenda estender o mesmo tratamento a acionistas sem direito a voto, excluídos de qualquer participação no poder político da companhia" (BULHÕES PEDREIRA, 1996c, p. 679).

[298] Cf. item 4.1.1 deste capítulo.

[299] Vale lembrar, entretanto, a realização de análises para a implementação de medidas visando fortalecer os meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro. Cf., por exemplo, o recente estudo realizado por participantes da Comissão de Valores Mobiliários e da Secretaria de Política Econômico do Ministério da Economia, com o apoio técnico do Comitê de Governança Corporativa da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20191202_relatorio_preliminar_fortalecimento_dos_meios_de_tutela_reparatoria_dos_direitos_dos_acionistas_no_mercado_de_capitais_brasileiro.pdf. Acessado em 22.12.2019).

Ante a ausência de *enforcemet* adequado contra atos abusivos cometidos pelo controlador, a regra de tratamento igualitário passa a ser uma medida de correção de parte das distorções que decorrem dessa falha (por exemplo, a alta capacidade de extração de benefícios privados do controle), redistribuindo aos acionistas um valor que lhes pertence, mas é apropriado pelo controlador.

Seguramente as transferências de controle acionário (e o mercado de capitais como um todo) serão mais eficientes à medida que a apuração de responsabilidades por atos abusivos também for mais eficiente e, diante deste novo paradigma, será necessário repensar a regra de tratamento igualitário.

A verdade é que, ao menos por enquanto, a regra de mercado não é uma alternativa para o contexto brasileiro. Isso ficou bastante claro durante o período de 1997 a 2001.[300] No entanto, o legislador, ao criar aquelas atenuações na regra de tratamento igualitário implantada na Lei das S.A., tentou dirimir os riscos oriundos desta regra de forma inadequada – especialmente ao excluir as ações preferencias da oferta.

Diante disso, não se pode deixar de concordar com Munhoz quando afirma que a promoção do tratamento igualitário entre os acionistas ficou prejudicada com a fórmula constante do art. 254-A.

4.2.2.1. Alienação de controle sem ágio: esvaziamento da justificativa para a OPA?[301]

A justificativa histórica acerca da OPA por alienação de controle deixa, entretanto, algumas lacunas. Afinal, se ela é um mecanismo de distribuição do prêmio de controle, que é sistematicamente alto no Brasil, tendo em vista a grande capacidade de extração de seus benefícios privados, este fundamento se enfraquece quando as ações de controle são despidas

[300] Cf. Nenova (2001).

[301] É importante ter em mente a diferença entre a alienação de controle a título gratuito e aquela sem pagamento de ágio. No primeiro caso, não há sequer obrigatoriedade de se realizar a oferta, pois não há preço a ser oferecido aos demais acionistas detentores de ações com direito a voto – trata-se de um requisito para a incidência do art. 254-A. Situação diversa é a alienação de controle sem pagamento de ágio pelo adquirente do controle. Nesse caso, há obrigatoriedade de realizar a oferta, uma vez que a existência do sobrepreço não é um requisito legal do negócio típico previsto no art. 254-A.

deste sobrevalor.[302] Isto é, em situações em que há alienação de controle sem o pagamento de prêmio, o que justifica a OPA prevista no art. 254-A?

A hipótese de que a obrigação de lançar a OPA nesse caso seria mais um custo relacionado à adoção da regra de tratamento igualitário não parece plausível. A Lei das S.A. poderia ter restringido a oferta para casos em que a alienação de controle envolvesse o pagamento de prêmio, mas preferiu ficar silente neste ponto. Mais do que isso, tendo em vista os requisitos previstos no art. 254-A, que deixaram de fora o pagamento de ágio ao controlador como pressuposto fático para a incidência da norma, é possível afirmar que se trata, na verdade, de um silêncio eloquente – isto é, a opção do legislador foi conceder essa proteção aos acionistas minoritários também nesses casos.[303]

Uma interpretação alargada da regra de tratamento igualitário poderia, em um primeiro momento, trazer alguma resposta. Nesta linha, a regra de tratamento igualitário, ao tutelar a igualdade entre os acionistas, concederia uma igualdade em sentido amplo: tanto em relação ao preço quanto à janela de liquidez que foi oferecida ao controlador.

A questão que surge daí é: por que seria necessário oferecer uma saída de liquidez para os acionistas minoritários? A alienação de controle, *per se*, não é um movimento de perda de liquidez, como seria, por exemplo, o caso de um aumento de participação sobre o qual incidisse a OPA prevista no art. 4º, §6º, da Lei nº 6.404/1976. Não há, sob esta perspectiva, uma falha de mercado a ser ajustada por meio da OPA por alienação de controle. Essa hipótese, portanto, não parece ser adequada.

Alguns precedentes da CVM acabam indicando uma justificativa adicional ao art. 254-A: "conferir a possibilidade de uma "compensação" à quebra da estabilidade do quadro acionário", de modo que os acionistas minoritários alienem suas ações quando "essa estabilidade for perturbada".[304]

---

[302] Esta incoerência aparente parece ter chamado a atenção de Fabio Konder Comparato que, ao pressupor que "essa tese da extensão da oferta aos acionistas minoritários só parece existir quando as transferências de controle se fazem com lucro", fez o seguinte questionamento: "[s]ignifica isto que os interesses dos acionistas não controladores só devem ser protegidos em função desse lucro?" (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 273).

[303] Os precedentes da CVM, inclusive, reconhecem que o pagamento de ágio não é um requisito para a incidência do art. 254-A. Cf., exemplificativamente, o Processo CVM nº RJ2006/7658, relator SRE, j. em 11.04.2007(disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070411_R1/20070411_D07.html. Último acesso em 01.12.2019).

[304] Processo CVM RJ2005/4069, relator diretor Pedro Marcílio, j. em 11.04.2006. No mesmo sentido, cf. Processo CVM nº RJ2007/7230, relator diretor Eli Loria, j. em 11.07.2007, PAS CVM nº RJ2015/12856, relator diretor Henrique Machado, j. em 26.09.2017.

Esta interpretação encontra respaldo na doutrina. Eizirik, por exemplo, defende que "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" e, ao depositarem nele sua confiança, seria razoável que, na mudança do controle, eles "tenham o direito de saída, caso não concordem em permanecerem associados a uma companhia com um novo acionista controlador" (EIZIRIK, 2015, p. 313). Trata-se, vale mencionar, de um direito de saída com uma natureza diferente do direito de recesso[305] e que não pode ser comparado com esse instrumento, uma vez que as hipóteses que ensejam o direito de retirada presumem a existência de uma deliberação assemblear, o que não ocorre na alienação de controle.[306] Além disso, eventual direito de retirada ante a alienação de controle traria um ônus à companhia, uma vez que caberia a ela financiar a oferta – e não o adquirente do controle.[307]

A oferta pública se torna, assim, um mecanismo alternativo para a promoção de uma saída de liquidez na alienação de controle diante de uma mudança estrutural na organização societária.

Na doutrina estrangeira, o direito de saída dos acionistas minoritários também é indicado como um fundamento para a oferta pública por alienação de controle, sobretudo

---

[305] O então diretor da CVM, Marcos Pinto, chegou a questionar por que não conferir o recesso em casos de alienação de controle ante o argumento de que o art. 254-A concede um direito saída aos acionistas: "[e]sses questionamentos já levaram alguns a sustentar, inclusive nesta casa, que o propósito do art. 254-A é dar direito de saída aos acionistas em caso de alteração essencial na estrutura da empresa. Mas por que então a oferta só é exigida quando há efetiva alienação do controle e não em todas as situações em que o controlador da empresa muda, como na aquisição originária? Por que então não se confere o recesso nessa situação, ao invés de 80% do valor pago ao controlador?" (Processo CVM RJ2008/4156, j. em 17.06.2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6054-1.pdf. Acessado em 13.12.2019).

[306] A aquisição de controle, por outro lado, pode ensejar o direito de retirada dos acionistas da sociedade adquirente, uma vez que o art. 256 da Lei das S.A. prevê a aprovação pela assembleia geral da compradora.

[307] Neste sentido, apontam Egberto Teixeira e Tavares Guerreiro que o "exercício do direito de retirada face à transferência do controle, com reembolso das ações dos acionistas não-controladores representaria, a nosso ver, providência drástica e onerosa à empresa, traduzindo-se em pesado encargo para a sociedade. Ora, na situação presente, a carência de capitais para a manutenção e o desenvolvimento das atividades produtivas desaconselharia a imposição desse ônus à empresa, pelo simples fato de ser transferido seu controle. Cremos que uma transação externa à vida social não poderia acarretar para a companhia um desfalque patrimonial de tais proporções. Melhor, sem dúvida, que a compensação aos não controladores corra à conta de quem presenta assumir do comando do empreendimento" (TEIXEIRA; GUERREIRO, 1979, p. 743-744).

como forma de evitar transferências realizadas com o intuito de se aproveitar da extração de benefícios privados do controle.[308]

Tais justificativas fazem sentido ante a conjuntura societária brasileira, marcada pela alta capacidade de extração de benefícios privados do controle, como já mencionado, e por companhias com o controle definido, nas quais a relação com o acionista controlador é relevante e, no Brasil, implica a imposição de uma relação fiduciária com a companhia.

Assim, embora o tipo societário das sociedades anônimas tenha como premissa o seu caráter *intuito pecuniae* – que se exacerba nas companhias abertas –, não se pode ignorar a realidade subjacente às companhias brasileiras, nas quais a figura do acionista controlador possui um papel relevante, inclusive sob o ponto de vista das decisões de investimentos (tanto no mercado financeiro quanto no de capitais).

Diante disso, a obrigatoriedade de realização da oferta pública de aquisição de controle justifica-se tanto pelo direito de o acionista minoritário participar do ágio (em linha com a regra de tratamento igualitário), quanto pela alteração da base de controle da companhia na qual ele havia depositado sua confiança (EIZIRIK, 2015, p. 314).

A segunda justificava foge da narrativa histórica que se construiu em torno do art. 254-A na Lei das S.A. No entanto, sem ela, o sistema criaria uma incoerência aparente ao obrigar o lançamento da OPA nos casos em que não há prêmio de controle a ser repartido – o que, como visto, não parece ser uma hipótese sustentável. A maneira lógica de se explicar a função do referido dispositivo é por meio desta *dupla função* da OPA por alienação de controle[309].

---

[308] Neste sentido: "[p]*ermitting the acquisition of control over the whole of the company's assets by purchasing only a proportion of the company's shares encourages transfers of control to those likely to exploit the private benefits of corporate control. On this view, the mandatory bid rule constitutes a preemptive strike against majority oppression of minority shareholders by providing minority shareholders with an exit right at the point of acquisition of control*" (DAVIES; HOPT; RINGE, 2017, p. 228) e "[t]*he 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 interests and rights; or may just simply use the acquired control to implement a group strategy at the expense of the new group member company and its minority shareholders. As noted above in relation to acquisitions of control, it is very difficult to establish* ex ante *whether the minority shareholders will be disadvantaged by the sale of the controlling block, so that the regulatory choice is between reliance on general corporate law to protect minority against unfairness in the future and giving the minority an exit right at the time control shift*" (DAVIES; HOPT; RINGE, 2017, p. 233).

[309] Trata-se de uma dupla função porque não se pode ignorar perspectiva histórica da criação do art. 254-A na Lei das S.A. Além disso, uma interpretação baseada apenas nesta funcionalidade da OPA por alienação de controle resultaria em contradições (indevidas) com sua estrutura. Por exemplo, como explicar o deságio de 20% nas ações que não fazem parte do bloco de controle, previsto no art. 254-A?

4.2.2.2. A contradição criada pela lei: exclusão das ações sem direito a voto

As justificativas para a OPA por alienação de controle (sobretudo a de proteção ao tratamento igualitário) revelam, no entanto, uma verdadeira disfunção do art. 254-A, pois, ao deixar fora da oferta os acionistas sem direito a voto, cria uma contradição clara entre os fins visados e os meios utilizados para a consecução de seu objetivo.

Durante a vigência do art. 254, a Resolução nº 401 limitava o escopo da oferta às ações com direito a voto (inciso I). Ao comentar a limitação do referido dispositivo legal, Bulhões Pedreira entendia que o tratamento igualitário deveria ser concedido somente às ações do mesmo tipo e valor econômico daquelas que pressupõem a alienação do controle (isto é, ações com direito a voto).[310] Na sua visão, se o controle está em função da maioria com direito de voto, a minoria que a lei visaria proteger seria aquela minoria de acionistas titulares de votos.[311]

Além disso, a inclusão das ações preferencias poderia suscitar uma outra questão: qual o valor que lhes seria atribuído na OPA por alienação de controle? O mesmo conferido às ações com direito a voto – ainda que sejam títulos com direitos e atributos distintos?

De toda forma, a Lei nº 10.303/2001, ao inserir art. 254-A na Lei das S.A., acabou com a possível discussão sobre a extensão da oferta aos acionistas detentores de ações sem direito de voto ao se referir expressamente às "ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia".[312]

---

[310] Nas palavras do autor, "cumpre ponderar que a determinação legal de que a oferta pública deva assegurar o tratamento igualitário, supõe, necessariamente, ações do mesmo tipo e valor econômico, pois seria clamorosa desigualdade, que violenta o princípio da isonomia legislativa, obrigar o pagamento de preço igual por coisas desiguais, como seriam ações ordinárias e preferenciais. Em outras palavras, acionista minoritário, a que se refere o artigo 254, só pode existir em função de maioria de iguais, pois não se somam quantidades heterogêneas, vale dizer, ações ordinárias e preferenciais" (BULHÕES PEDREIRA, 1996b, p. 639).

[311] A confusão em relação ao "minoritário" protegido pela oferta decorre, segundo Bulhões Pedreira, da ambiguidade do termo "acionista minoritário", que ora é utilizado para indicar os acionistas votantes que não pertencem à maioria, ora refere-se a este conjunto de acionistas mais aqueles que não têm direito a voto (1996c, p. 678).

[312] Ainda não é pacífico, no entanto, se as ações preferenciais sem direito a voto adquirem o exercício desse direito por força do art. 111, §1º, da Lei das S.A. Ao tratar do antigo art. 254, José Luiz Bulhões Pedreira defendia que "o controle, objeto da regulação do artigo 254, supõe direito permanente de voto e não provisório ou eventual. (...) Ora, o voto adquirido pela ação preferencial, por não terem sido pagos dividendos, é um voto transitório (...). Esse direito não permanente não pode, pois, criar, e não cria, situação de controle, nem obriga a oferta pública, seja na situação ativa de ofertante, seja na de destinatário da oferta" (BULHÕES PEDREIRA, 1996b, p. 641). Este mesmo posicionamento parece ter sido adotado pela Instrução CVM nº 361/2002, que prevê como objeto da oferta "*todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o* ***pleno e permanente direito de voto****, por disposição legal ou estatutária*" (art. 29, *caput*, destacou-se).
Em sentido contrário, argumentando inclusive pela ilegalidade do art. 29 da Instrução CVM nº 361/2002, cf. Eizirik (2011, p. 610-611); Carvalhosa (2011, p. 190; 198-202); e Penna (2012, p. 216 e ss.).

Esta opção legislativa gerou, não sem razão, diversas críticas.[313] Afinal, a contribuição patrimonial dos detentores de ações sem direito a voto é a mesma (ou até maior, a depender da estrutura de capital adotada) daqueles que detém direito a voto.

Além disso, ambos podem ser igualmente expropriados pelo acionista controlador, uma vez que a companhia como um todo tem seu valor reduzido em decorrência da extração de benefícios privados do controle. E, se na realidade brasileira, o prêmio de controle apreende valores que vão além daqueles decorrentes dos deveres e responsabilidades assumidos pelo acionista controlador, incluindo a extração de benefícios privados, não há o que justifique a diferenciação criada pela lei. Portanto, todos os acionistas minoritários deveriam se beneficiar da repartição promovida pela OPA por alienação de controle.[314]

A rigor, o tratamento igualitário (ou equitativo) só existiria, de fato, se fosse dado a todos os acionistas da companhia cujo controle é transferido a opção de participar da venda, alienando suas ações pelo mesmo preço das ações do controlador – independentemente de terem direto a voto ou não. Ao excluir os acionistas sem direito a voto, o fundamento do art. 254-A se torna questionável.

É difícil entender por que todos os acionistas minoritários (com ou sem direito a voto) não são tratados da mesma forma. O resultado é um dispositivo com uma fórmula que cria

---

[313] Norma Parente, por exemplo, qualifica como "*lamentável*" o fato de detentores de ações preferenciais sem direito a voto não serem abarcados pela oferta pública prevista no art. 254-A (PARENTE, 2002, p. 39).

[314] No mesmo sentido: "[a]rgumentar que o *tag along* somente deve ser assegurado aos minoritários titulares de ações com direito a voto, pois somente eles têm ligação com o controle da companhia, é distorcer a realidade dos fatos. Sabe-se que esses acionistas, assim como os preferencialistas sem direito a voto, não interferem na condução dos negócios da quase totalidade das companhias abertas brasileiras, em que há concentração do capital votante nas mãos de um único acionista. E mesmo que isso não fosse verdade, o sobrepreço pago pelo adquirente do controle não reflete apenas o prêmio do controle, de modo que deve ser compartilhado como todos os acionistas não-controladores. Assim, não há argumentos para justificar o tratamento diferenciado entre acionistas não-controladores com e sem direito a voto no caso de alienação de controle da companhia, como prevê a nossa legislação societária" (ANDREZO, 2003, p. 174). No mesmo sentido, cf. Pitta (2015b, p. 212-215).

uma distorção interna entre meios e fins e, no limite, torna mais complexa a legitimação de interpretações teleológicas para o art. 254-A.[315]

4.3. O FATO GERADOR DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE E SUAS CONSEQUÊNCIAS

O art. 254-A é alvo de diversas discussões, especialmente por conta de confusões conceituais em torno das hipóteses de incidência do referido dispositivo – o que é bastante preocupante, seja porque os valores envolvidos em transações desta natureza são, em geral, elevados, seja porque o lançamento da oferta é uma condição (suspensiva ou resolutiva) para a contratação de uma operação com impactos marcantes para a condução dos negócios sociais: a substituição do acionista controlador.

Os tópicos abaixo abordam essas discussões em cenários de possível incidência da OPA por alienação de controle.

4.3.1. Alienação de controle para fins do art. 254-A

Possivelmente a discussão mais relevante quanto à incidência da OPA por alienação de controle gire em torno da própria definição de "*alienação de controle*", já que o art. 254-

[315] Este problema foi bem apontado pelo então diretor Marcos Pinto ao analisar o Processo RJ2008/4156, j. em 17.06.2008: "Logo de início, precisamos reconhecer que é muito difícil identificar um propósito claro para o art. 254-A. Na literatura internacional, costuma-se atribuir três possíveis propósitos para a obrigatoriedade da oferta pública por alienação de controle: (i) preservar a igualdade entre os acionistas; (ii) repartir o prêmio de controle; e (iii) conferir direito de saída em caso de mudança estrutural.
No Brasil, o primeiro objetivo foi aventado na vigência do revogado art. 254, que falava literalmente em "tratamento igualitário". Mas qualquer que fosse a aderência desse propósito à disciplina legal anterior, ela deixou de existir após a reforma, pois o próprio art. 254-A permite o tratamento desigual: o acionista minoritário tem direito a apenas 80% do preço pago ao controlador. Além disso, só os ordinaristas têm direito à oferta.
Por isso, a visão predominante é de que o art. 254-A visa repartir o prêmio de controle entre os acionistas. Mas por que então a oferta deve ser feita por 80% do valor pago ao controlador? Prêmios de controle pequenos não precisam ser divididos e prêmios maiores só precisam ser divididos acima de um determinado valor? Por que então os preferencialistas são excluídos da oferta?
Esses questionamentos já levaram alguns a sustentar, inclusive nesta casa, que o propósito do art. 254-A é dar direito de saída aos acionistas em caso de alteração essencial na estrutura da empresa.(9) Mas por que então a oferta só é exigida quando há efetiva alienação do controle e não em todas as situações em que o controlador da empresa muda, como na aquisição originária? Por que então não se confere o recesso nessa situação, ao invés de 80% do valor pago ao controlador?
Diante da dificuldade de precisar o propósito do art. 254-A, a interpretação literal parece ser a única saída. E uma saída cujas principais vantagens – segurança e previsibilidade – parecem ser bastante adequadas nesse contexto.". (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6054-1.pdf. Acessado em 24.11.2019).

A, em seu §1º[316], apenas enumera algumas situações que podem resultar neste fato, conferindo, propositalmente, uma interpretação ampla a esse conceito.

O dispositivo, entretanto, é tautológico. De acordo com o §1º, "alienação de controle" é uma transferência de ações que "venha a resultar na alienação de controle".

O §4º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/2002, por sua vez, procura dar uma pouco mais de clareza ao que se entende por essa expressão, definindo-a como "a operação, ou o conjunto de operações (...) pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/1976".[317]

Pelos dois dispositivos, pode-se notar a tônica conferida ao resultado da operação, vista sob a perspectiva do adquirente.[318] Também é possível concluir que o antigo controlador não precisa transferir todo o conjunto de suas ações ao adquirente para a incidência da OPA, basta que, a partir da transferência onerosa de ações que integram o bloco de controle, torne-se titular de ações suficientes para lhe assegurar sua posição de dominância na companhia.

A despeito de o foco da operação ser o adquirente (terceiro, integrante ou não do bloco de controle), é preciso que ao menos parte das ações objeto de transferência (que devem ser suficientes para garantir o controle da companhia), seja de titularidade do acionista controlador para que a OPA seja exigível[319] – daí que o art. 254-A não se aplica

---

[316] "Art. 254-A (...) § 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários 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."

[317] Vale destacar que alienação de controle pode ser caracterizada a partir de negócios sucessivos ("*conjunto de operações*"). Recentemente, a CVM analisou um caso em que entendeu haver alienação de controle por conta de uma série de aquisições de ações do bloco de controle, ocorridas em 07.08.2014, 02.04.2015 e 04.05.2015 (Processo CVM RJ 2015/8340, relator SRE, j. em 29.09.2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2015/20150929_R1/20150929_D9867.html. Último acesso em 02.11.2019). O problema daí decorrente é o cálculo do preço da oferta que, a nosso ver, não deve se ater apenas ao valor da última aquisição, mas considerar o valor de todas as aquisições que deram origem à obrigação de lançar a oferta, ponderando-se o peso de cada uma delas no cálculo preço. No mesmo sentido, cf. Penna (2012, p. 235-236).

[318] É uma perspectiva diferente do que se tinha durante o regime do art. 254, como aponta Munhoz, no qual "*o objeto do negócio eram ações suficientes, por si só, para conferir ao seu titular poder de controle. Trata-se, sem dúvida, de orientação mais técnica e objetiva para a conceituação do negócio*" (2013, p. 297).

[319] Como destaca Munhoz "[a] interpretação dominante, ao ter em vista o resultado da operação, não se desprende totalmente, porém, do tipo alienação. Há um tênue liame que associa esse entendimento à ideia de alienação. Trata-se da exigência, para a configuração do negócio, de que haja transferência onerosa de ao menos parte das ações de controle, assim entendidas as ações de titularidade do acionista controlador. Exige-se, portanto, que haja transferência onerosa, ainda que de parte, das ações do acionista controlador anterior" (MUNHOZ, 2013, p. 298).

aos casos de aquisição de ações que não integram o bloco de controle, independentemente do surgimento de um novo acionista controlador.

Ainda em relação à definição de controle para fins do art. 254-A, é importante fazer uma distinção, pois a expressão "controle da companhia" é ambígua. Como lembram Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (2017b, pp. 597-598), ela pode fazer referência tanto a "poder de controle" quanto ao "bloco de controle". Enquanto o poder de controle consta dos artigos 116 e 243, §2º, da Lei das S.A., que definem "acionista controlador" e "sociedade controladora", o art. 254-A associa controle ao conjunto de ações que está na origem do poder de controle, o bloco de controle.

A fonte de poder de controle é o bloco de controle, uma universalidade de fato, e não as ações unitárias que o compõem nem os direitos de voto por cada uma delas conferidos. Ou seja, o poder de controle não está contido no complexo de direito das ações. Ele nasce da formação do bloco de controle – é um poder de fato, visto que "nasce do fato da reunião na mesma pessoa (ou grupo de pessoas) da quantidade de ações cujos direitos de voto, quando exercidos no mesmo sentido, formam a maioria nas deliberações da Assembléia Geral" (BULHÕES PEDREIRA, 1996a, p. 620).

É por isso que a aquisição, transferência ou a perda do poder de controle pressupõe que o mesmo ocorra com o conjunto de ações capazes de gerá-lo. No entanto, os dois conceitos não se misturam. Adquirir o poder de controle é passar a deter o poder de controlar a companhia; adquirir o bloco de controle é tornar-se proprietário das ações que o compõem.

A transferência do controle pressupõe que alguém o detenha e, tendo em vista que o controle é poder de fato, fundado no bloco de controle, para que ela ocorra, a propriedade do conjunto de ações que concebe esse poder precisa ser transferida. É necessário, portanto: "(a) a existência do bloco de controle, como universalidade, no patrimônio de uma pessoa (ou grupo de pessoas), e (b) fato jurídico cujo efeito seja a transmissão da propriedade desse conjunto de ações" (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017b, p. 602) – independentemente de o alienante *efetivamente exercer* o poder de controle.

Dado que se requer a "transmissão da propriedade" das ações do controle, não há OPA quando um conjunto de acionistas se organiza na forma de um acordo de acionistas e passa deter poderes para comandar a companhia. Tampouco há obrigatoriedade de lançar a oferta prevista no art. 254-A em casos de aquisição originária de controle (isto é, que não

envolvem a transferência onerosa de nenhuma ação integrante do bloco de controle)[320] nem quando se trata de mera hipótese de consolidação do controle.

Por fim, é preciso deixar clara a diferença entre alienação de controle para fins do art. 254-A e operações de reorganizações societárias que resultem na alteração de controle de companhia aberta (incorporação, fusão, cisão e incorporação de ações). Embora esses negócios possam, do ponto de vista econômico, levar a um resultado muito semelhante, eles possuem tratamentos jurídicos distintos pela Lei das S.A., uma vez que lidam com questões sob perspectivas diferentes.[321]

Enquanto os negócios de transferência do controle acionário (alienação e de aquisição de controle) são realizados na esfera dos acionistas da companhia, envolvendo compra e venda de ações e não afetando a estrutura organizacional e patrimonial das sociedades envolvidas, as operações de reorganização societária afetam necessariamente a estrutura organizacional e patrimonial das sociedades (o que pode levar, inclusive, à extinção de uma delas). Assim, nas reorganizações societárias, o que se procura garantir é uma equivalência patrimonial para os acionistas após a realização da operação, sobretudo por meio de mecanismos que assegurem uma relação de troca de ações proporcionalmente igualitária.

A jurisprudência da CVM se consolidou, acertadamente, no sentido de que transferências de controle ocorridas como consequência de operações de reorganizações societárias, a princípio, não atraem o regime do art. 254-A da Lei das S.A.[322]

Ocorre que, em determinados casos, operações de reorganizações societárias podem ser utilizadas como meios para escapar da OPA prevista no art. 254-A. Estas operações não seriam realizadas, portanto, para atingir aos seus fins, mas como estratagema para evitar os

---

[320] Os precedentes da CVM apontam no mesmo sentido. Cf. Processo CVM RJ2007/140099, relator diretor Durval Soledade e Processo CVM RJ2009/0471, relator diretor Otavio Yazbek, j. em 03.03.2009.

[321] Como apontam Paual Davies, Kalus Hopt e Wolf-George Ringe (2017, p. 205): [a]*dmittedly, in terms of the result, there may not be much difference between a statutory merger and a takeover bid where the successful bidder squeezes out the non-accepting minority. Yet, in terms of the legal techniques used to effect the control shift, there is a chasm between the two mechanisms*".

[322] Cf., neste sentido, Processo RJ2008/4156 (Petrobras/Unipar/Suzano), j. em 17/6/2008; Processo RJ2008/7849 (Datasul, Totvs/Tenda, Gafisa/Company, Brascan), decidido pelo Memorando 214/2008 da GER-1/SRE de 19.9.2008; Processo RJ2009/5811 (Duratex/Satipel), j. em 28.7.2009 e o Processo RJ2009/13346, j. em 17.12.2013.

custos decorrentes de uma oferta. Estes desvios devem ser analisados pela lente do negócio indireto e da fraude à lei.[323]

Assim, quando negócios jurídicos utilizam estruturas típicas de operações de reorganização societária previstas na Lei das S.A. de maneira abusiva e fraudulenta, visando não o seu fim típico, mas escapar da obrigação prevista no art. 254-A, a forma adotada deverá ser desconsiderada, de modo que os efeitos da alienação de controle recaiam sobre a estrutura utilizada.

A análise, contudo, deve ser feita de forma cuidadosa e restritiva, a fim de não desprivilegiar o princípio da autonomia privada das partes, que podem ter adotado determinada estrutura jurídica por motivos legítimos.[324]

4.3.1.1. Controle minoritário e o art. 254-A

Com o fenômeno da dispersão acionária, tornam-se cada vez mais relevantes as dúvidas relativas à incidência da OPA em casos de companhias com controle minoritário e que, ao cabo, evidenciam a erosão da sistemática da OPA por alienação de controle imposta na Lei das S.A.

Para tratar desse assunto, é preciso, antes de mais nada, separar duas situações distintas na lei acionária: uma é a definição de controle como poder, uma situação de fato, regida pelo art. 116 e 243, §2º; outra é a definição do bloco de ações passível de ser objeto do negócio jurídico típico previsto no art. 254-A. Trata-se de conceitos diferentes, com funções distintas.

---

[323] Como lembra Regis Fichtner Pereira : "[a] fraude à lei constitui, portanto, espécie de gênero violação de norma jurídica, em que o agente não pratica atos contrário a forma literal com que determinada regra legal está expressa, mas consegue por meio indireto, atingir o resultado indesejado que a norma fraudada visa a evitar. Aquele que frauda aparentemente não fere disposição de lei, pois não há, em verdade, caracterização de ato contrário ao seu conteúdo literal. O fraudador nada mais faz do que praticar ato diverso daquele tipificado no preceito da norma imperativa, mas tendente a alcançar o mesmo resultado – proibido – que se alcançaria com a prática do ato expressamente vedado" (FICHTNER PEREIRA, 1994, p. 24-26).

[324] Ao analisar o Processo CVM RJ2008/4156, j. em 17.06.2008, o então diretor Marcos Pinto afirmou que: "[p]restigiar a interpretação literal e reconhecer que o art. 254-A não se aplica a este caso concreto não significa dizer que todas as operações de incorporação estão isentas da obrigação prevista no art. 254-A. A interpretação literal não afasta o regime da fraude à lei, previsto no art. 166, VI, do Código Civil e aplicável a todos os negócios jurídicos.

A operação ora em análise é uma típica incorporação, por meio da qual diversos ativos de um mesmo ramo de atividade são unificados em uma única estrutura societária. Ao contrário do que sugere a SRE, os pagamentos em dinheiro não são contraprestações por alienação de controle." (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6054-1.pdf. Acessado em 24.12.2019).

O art. 116 define acionista controlador a partir de quatro requisitos: (i) ser titular de direitos de sócio que lhe assegurem, (ii) de modo permanente; (iii) a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e (iv) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.[325] A Lei das S.A., no entanto, não define um percentual mínimo de ações para que um acionista configure como controlador, nem mesmo como aquele que possui das ações com direito a voto. O controle é, afinal, uma situação de fato, verificável a partir da preponderância do acionista (ou grupo de acionistas) nas deliberações assembleares e na eleição da maioria dos administradores da companhia por meio de "direitos de sócios".

Além disso, para ser assim verificado, o poder de controle deve ser dotado de certa estabilidade, precisa ser "contínuo, ininterrupto ou constante" (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017b, p. 593) – ou "permanent*e*", na dicção da lei. A Lei das S.A., porém, não exige que ele seja imutável ou eterno[326]. Como lembram Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017b, p. 593), "é acionista controlador tanto o titular da maioria absoluta de votos quanto o que exerce de modo regular e permanente, direitos de votos suficientes para formar a maioria dos acionistas presentes nas Assembleias".

É a partir dessa constatação, juntamente com as regras de quórum e maioria fixadas na lei, que se pode afirmar a existência do controle minoritário para a atribuição do regime de responsabilidades previsto nos artigos 116 e 117 da Lei das S.A.

Ocorre que a posição jurídica de controlador não guarda relação com a disciplina da alienação de controle. O art. 254-A apenas conceitua "a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle (...) que venham a resultar na alienação

---

[325] O §2º do art. 243 da lei acionária não exige a titularidade necessariamente direta de direitos de sócio que assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. O que ali se prevê é que, para falar em sociedade controladora, essas prerrogativas devem ser garantidas "*diretamente ou através de outras controladas*". De acordo com Bulhões Pedreira (2017, p. 1405), "[o] poder de controle no grupo de sociedades consiste – tal como o do acionista controlador da companhia isolada, definido no artigo 116 – na capacidade de determinar as deliberações da Assembleia Geral e eleger a maioria dos administradores da companhia controlada, mas o fundamento desse poder não é necessariamente a titularidade da maioria dos direitos de voto da controlada, e sim as relações de participação societária que criam o controle indireto".

[326] Ainda quanto à definição de "permanente" para fins da alínea "a" do art. 116, Comparato adverte que "preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, deste que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócios e não de acontecimentos fortuitos" (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2016, p. 73).

de controle acionário da sociedade". Ou seja, o art. 116 lida com um fato jurídico (poder de controle) e o art. 254-A, por sua vez, trata do objeto de direito (bloco de ações) que confere ao seu titular a posição de controlador. Mais do que isso: enquanto o objetivo de um é atribuir um regime especial de deveres e responsabilidades ao detentor do poder, o do outro é conferir um tratamento igualitário em operações de aquisição de controle acionário.

A diferença entre esses dois regimes foi analisada pela CVM ao julgar o Processo RJ2005/4069. Naquele caso, ficou claro que o art. 116 e o art. 254-A lidam com situações distintas[327] e, por isso, não seria possível tratar a omissão a acionista controlador no art. 254-A como um lapso, passível de ser preenchido por analogia ou mediante integração.[328] Além disso, o Colegiado da CVM entendeu que o exercício efetivo do controle (art. 116, "b", da Lei das S.A.) não seria um requisito para a obrigatoriedade de lançar oferta pública,[329] embora seja necessário atender ao requisito de permanência no poder – ou seja, é preciso que o acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade quando desejar.

---

[327] Conforme o voto do então diretor Pedro Marcílio: "[a]nalisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea "a") e o agir (alínea "b"), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém. Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. Ele pretende conferir a possibilidade de uma "compensação" à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada. O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a '[a] alienação, direta ou indireta, do controle *de companhia aberta*'" (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf. Acessado em 03.11.2019).

[328] No mesmo sentido, cf. a manifestação de voto do então diretor Marcos Pinto no Processo CVM RJ2008/4156, j. em 17.06.2008: "o art. 116 da Lei nº 6.404/76 não é um bom parâmetro para determinar se uma operação deve dar ensejo a uma oferta pública, por duas razões. Primeiro, porque o art. 116 define o que é "acionista controlador" e não o que é "controle". Segundo, porque o art. 116 visa a identificar o acionista controlador para uma finalidade diversa, qual seja, responsabilizá-lo por abuso de poder" (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6054-1.pdf. Acessado em 24.11.2019).

[329] Nas palavras do diretor relator Pedro Marcílio: "[s]e o alienante é titular de mais da metade das ações com direito a voto da companhia aberta, mas não exerce seu direito de voto, ele não é considerado, para fins do art. 116, como acionista controlador. Nada obstante, caso ele aliene essas ações e o terceiro adquirente tenha interesse em exercer o controle da companhia, esse adquirente estará apto a exercê-lo e deveria estar disposto a pagar o mesmo prêmio de controle que pagaria a um acionista controlador propriamente dito, dado que o bloco de ações de um (acionista controlador) ou de outro (acionistas com ações suficientes para ser considerado acionista controlador, mas que não exerce o controle) concederá ao adquirente os mesmos direitos. O fato de o alienante não ser considerado acionista controlador, para fins do art. 116, "b", justificaria a não realização de oferta pública nesse caso? Creio que não." (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf. Acessado em 03.11.2019).Em sentido contrário, cf. Roberta Nioac Prado, para quem: "para efeito de incidência do art. 254-A da LSA de 1976, o bloco de ações objeto de uma cessão privada de controle deve necessariamente consubstanciar um poder de controle efetivamente exercido pelo acionista alienante, não bastando, por exemplo, consubstanciar bloco de ações majoritário" (PRADO, 2005, p. 128).

Tendo em vista essa distinção entre o art. 116 e o art. 254-A, nada impede a Lei das S.A. de definir *bloco de controle* para fins da OPA como a participação majoritária do capital votante e, ainda assim, reconhecer a possibilidade de o poder de controle ser exercido a partir de uma participação minoritária.

Daí surge a dúvida quanto à incidência da OPA por alienação de controle em casos de companhias cujo controle é exercido por um acionista com menos de 50% do capital votante. Afinal, diferentemente do art. 254 que, ao ser regulado pela Resolução nº 401, fez referência expressa ao controle minoritário[330], o art. 254-A e a Instrução CVM nº 361/2002 não são claras quanto a essa hipótese.

O julgamento do Processo Administrativo nº RJ2009/1956, j. 15/07/2009[331], trouxe à tona essa discussão. Enquanto o então diretor Eli Loria defendeu a tese de que só há OPA por alienação de controle em casos de companhias com controle majoritário[332], os demais membros do Colegiado sinalizaram a possibilidade de haver oferta em companhias com controle minoritário. O voto do diretor-relator Eliseu Martins, acompanhado pelo diretor Marcos Pinto, é bastante elucidativo neste sentido.[333]

A então presidente Maria Helena Santanna, não obstante tenha votado contrariamente à obrigatoriedade da oferta por entender que a lei aplicável ao caso seria a italiana, pareceu concordar com as ponderações do diretor-relator sobre a possível aplicação do art. 254-A em casos de alienação de controle minoritário, mas ressaltou que o dispositivo

---

[330] De acordo com o item IV da Resolução nº 401: "IV - Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia". Contrariamente à competência do CMN para ampliar ou delimitar o fato gerador de uma OPA legalmente prevista, cf. Parecer CVM/SJU nº 29, de 20.06.1985 e Prado (2005, p. 137-138).

[331] Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090715_R2.html. Acessado em 06.07.2018. O caso ainda traz uma outra complexidade: a lei aplicável para definir a incidência da OPA por alienação de controle indireta, quando a sociedade que teve o seu controle diretamente alienado é estrangeira.

[332] Nas palavras do então diretor Eli Loria: "se o alienante não possui o poder de controle de forma permanente, ainda que seja o "controlador de fato", não pode alienar o que não tem e o adquirente não se obriga a realizar oferta pública de aquisição perante os demais acionistas. Símile, a qualquer um, no caso ao acionista minoritário, não é permitido exigir aquilo a que não tem direito. (...) Concluindo, entendo que as atuais regras definindo "alienação de poder de controle" não abrangem a alienação de controle minoritário e, portanto, tal alienação não resulta na necessidade de realização de uma OPA." (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-4.pdf. Acessado em 03.11.2019).

[333] Segundo o voto do diretor-relator: "[n]*os casos de alta dispersão acionária e forte absenteísmo, existe uma justa expectativa de que um acionista que tenha menos de 50% mais uma das ações representativas do capital votante da companhia consiga fazer valer sua vontade nas assembleias gerais. Nesse sentido, dadas as circunstâncias do caso concreto e analisando-se o histórico das assembleias da companhia, há forte probabilidade de que o acionista faça valer sua vontade*" (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-1.pdf. Acessado em 03.11.2019).

é insuficiente para lidar com esta realidade. Por isso, no seu entendimento, seria "fundamental o esforço de construção de critérios que permitam tornar mais previsível e segura a avaliação a ser feita nos casos concretos"[334], a ponto de sugerir a adoção de um percentual fixo para a presunção de controle minoritário de sociedades em que não haja outro acionista detentor de um bloco de ações maior que esse.

Já para o então diretor Otavio Yazbek, a possibilidade de uma transferência de controle minoritário não seria completamente inconsistente com o regime do art. 254-A, especialmente à luz da antiga Resolução nº 401. A seu ver, a incidência da oferta demandaria uma análise caso a caso, sendo importante a existência de "balizadores objetivos (e em certa medida arbitrários)"[335], como aquele previsto no item IV da Resolução nº 401, para oferecer alguma segurança aos agentes de mercado.

Ao final, a decisão do Colegiado foi pela inexistência de obrigação de realizar a OPA. Ocorre que, para se chegar a esse resultado, cada um dos membros do Colegiado adotou uma fundamentação distinta e, em sua maioria, muito calcada nos elementos constantes do caso concreto.[336] Independentemente da posição adotada, o que mais chama a atenção neste caso é o elevado grau de incerteza em torno da aplicação do art. 254-A em um cenário que, ao longo dos anos, vem se tornando – e deve continuar a se tornar – cada vez mais comum: o de companhias com o capital disperso.

Possivelmente, grande parte dessa insegurança decorre do fato de que o art. 254-A não foi concebido visando companhias com controle minoritário, dada a realidade brasileira à época de sua criação.[337] No entanto, a definição quanto à incidência da oferta nestes casos torna-se premente e a inexistência de critérios norteadores para a aplicação do dispositivo neste cenário traz uma insegurança jurídica incompatível com os possíveis custos envolvendo uma OPA e as operações sobre o controle acionário.

---

[334] Manifestação de voto da então Presidente Maria Helena Santanna no Processo Administrativo nº RJ2009/1956, j. em 15/07/2009 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-3.pdf. Acessado em 03.11.2009).

[335] Manifestação de voto do então diretor Otavio Yazbek no Processo Administrativo nº RJ2009/1956, j. em 15/07/2009 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-2.pdf. Acessado em 03.11.2009).

[336] Conforme a ata de reunião do Colegiado: "[a] Presidente Maria Helena Santana, o Diretor Otavio Yazbek e o Diretor Eli Loria manifestaram-se pela inexigibilidade de realização de OPA. A Presidente assim concluiu com base no fato de que pela lei italiana não haveria obrigatoriedade de realização de OPA. O Diretor Otavio Yazbek entendeu não ter restado configurado controle de fato, ao passo que o Diretor Eli Loria entendeu que o art. 254-A somente exige a realização de OPA nos casos de alienação de bloco superior a 50%." (Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090715_R2.html. Acessado em 06.07.2018).

[337] O que não deixa de causar estranheza sob o ponto de vista de técnica legislativa, uma que vez que, em 1976, a Resolução nº 401 já trazia critérios (ainda que limitados) para lidar com esse cenário.

Defender a aplicação do art. 254-A em casos de companhia com controle minoritário no modelo atual implica rebater balizados argumentos contrários à incidência da oferta em casos de controle minoritário,[338] inclusive relacionados às incertezas inerentes a este cenário, que são acentuadas pela falta de balizadores. No entanto, sob a perspectiva da finalidade da OPA por alienação de controle, a solução mais adequada parece ser a sua aplicabilidade nesses casos. Afinal, ainda que eventualmente mitigados, os fundamentos que justificam a existência do art. 254-A continuam hígidos nas companhias com controle disperso.

Nestes casos, subsiste a necessidade de assegurar o tratamento igualitário aos minoritários. A Lei das S.A. não cria distinções entre os acionistas minoritários de companhias com controle minoritário em relação àquelas com controle majoritário e em ambos os cenários é possível a extração de benefícios privados do controle.[339] A repartição do prêmio de controle continua a ser, portanto, uma justificativa válida para a OPA por alienação de controle.

Além disso, dado que o controle minoritário pode ser exercido de maneira estável (isto é, contínua, ininterrupta ou constante),[340] o fundamento da oferta prevista no art. 254-A como forma de conceder aos acionistas minoritários um "direito de saída" ante uma alteração relevante do quadro acionário também se mantém.[341]

A existência dessas justificativas não afasta, contudo, as dificuldades para a aplicação do art. 254-A em companhias com controle minoritário. A sistemática atual da OPA por alienação de controle não oferece a segurança nem os mecanismos adequados para lidar com essa situação, criando, assim, obstáculos relevantes para o pleno atendimento dos seus fins. A seguir, são abordadas algumas alternativas para lidar com essas questões.

---

[338] Cf., por exemplo, Eizirik (2010). E, em sentido contrário, cf. Oioli (2011).

[339] Em companhias com controle minoritário é possível que a extração desses benefícios seja mais difícil (por exemplo, é muito mais simples fixar uma remuneração para a administração acima da média do mercado quando se tem a maioria do capital votante da companhia). É por isso que essa justificativa para a OPA é, em alguma medida, mitigada. Ainda assim, não é possível afirmar que ela desaparece.

[340] Comparato, por exemplo, afirma que "[a] rigor, um controle minoritário bem estruturado, em companhias com grande pulverização de capital, pode atuar com a mesma eficiência que um controle majoritário", sem, contudo, deixar de pontuar que "a lei brasileira estabelece uma distinção importante, ao impor, para aprovação de certas deliberações, o concurso do voto de metade, no mínimo, do capital com direito de voto" (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 57).

No entanto, é importante destacar que a averiguação da incidência da OPA por alienação de controle nestes casos exige uma avaliação, *de fato*, quanto ao exercício do poder de controle (diferentemente do que acontece em companhias com controle majoritário) antes e depois de ser alienado. Essa análise casuística é um outro fator de incerteza na aplicação do art. 254-A às companhias aberta com capital disperso.

[341] E, aqui, mais uma vez a justificativa da OPA em companhias com controle minoritário pode ser mitigada em relação àquelas com controle majoritário porque, provavelmente, o seu exercício será mais estável nestes casos do que naqueles – isso, contudo, não a invalida.

4.3.1.2. Possíveis alternativas para a incidência do art. 254-A e seus potenciais efeitos

4.3.1.2.1. Substituição do conceito de "alienação do controle" por "aquisição de controle"

Para Munhoz, é necessário "*substituir o conceito de alienação de controle, adotado pela lei brasileira, pelo de aquisição de controle*" (2013, p. 350). A seu ver, o conceito de alienação já estaria completamente desfigurado pela doutrina e pela jurisprudência em torno do art. 254-A (MUNHOZ, 2013, p. 350). Assim, não seria relevante a existência ou não de alienação de ações, mas apenas o surgimento de um novo acionista controlador em decorrência da aquisição de ações, em linha com a Diretiva Europeia 2004/25/CE.[342] A proposta traria ainda maior segurança jurídica ao ser conjugada com a definição de percentual fixo para a incidência da OPA por alienação de controle, como se verá a seguir.

Atualmente, o fato gerador da OPA por alienação de controle pressupõe uma situação de controle preexistente, sendo necessário verificar se o atual controlador alienou, pelo menos, parte de suas ações para que surja a obrigação de se lançar a oferta. No modelo europeu (e proposto por Munhoz), que tem por base um negócio de aquisição, a figura do alienante torna-se irrelevante e o critério para determinar a obrigatoriedade da OPA seria o aparecimento de uma nova situação de controle (controle *ex-post*), abarcando aquisições derivadas e originárias de controle. O mérito da alteração seria tornar clara a incidência da OPA em casos de companhias com e sem controle majoritário.[343]

A alteração também oferece segurança em operações mais complexas que possam envolver a alteração do controle de companhias abertas, por exemplo, em uma oferta primária e secundária de ações, na qual parte da parcela de ações da oferta secundária pertence ao acionista controlador e, ao final, somando-se as ações emitidas na oferta primária

---

[342] Art. 5º (Protecção dos accionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo) "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 n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confiram 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 n.º 4."

[343] Para Munhoz, seria apenas uma alteração na interpretação do art. 254-A: "[o] último liame que prende a interpretação dominante ao conceito de alienação é a exigência de que pelo menos parte das ações do bloco de controle anterior seja transferida onerosamente. Que parte? Bastaria uma ação? É o caso de finalmente decidir que, sob a perspectiva sistemática e teleológica, não se faz necessária a transferência dessa tal parte, bastando para a tipificação do negócio dois elementos: (i) aquisição onerosa de ações (veja-se bem, quaisquer ações); e (ii) o fato de essas ações, somadas a outras de titularidade do adquirente ou de pessoas e ele vinculadas, assegurarem a ele uma participação acionária de controle na companhia" (MUNHOZ, 2013, p. 352).

e aquelas distribuídas na secundária, um novo acionista torne-se detentor de ações suficientes para comandar a companhia.

A proposta, no entanto, aumenta os custos de transações envolvendo o controle acionário, uma vez que inclui operações que, até então, não exigiam uma oferta pública – as aquisições originárias. A medida cria, assim, um afastamento do objetivo histórico do art. 254-A, reforçando, por outro lado, o argumento de que a OPA é um mecanismo de saída em caso de alteração da estrutura de controle da companhia.[344]

4.3.1.2.2. Definição de percentual fixo para a incidência da OPA por alienação de controle

Como visto, o conceito de controle previsto nos artigos 116 e 243, §2º, da Lei das S.A. traz confusão ao regime da oferta pública prevista no art. 254-A. Diante disso, alguns autores, com base na experiência europeia, propõem atribuir à noção de controle um percentual fixo do capital social[345], justamente para evitar a ausência de critérios seguros para determinar a obrigatoriedade da oferta (MUNHOZ, 2013, p. 353-354; OIOLI, 2011, p. 325).

Este percentual fixo, entretanto, cria apenas uma presunção, de modo que o adquirente pode demonstrar sua impossibilidade de exercer o controle no caso concreto – o que afasta a aplicação da OPA em casos de participações minoritárias relevantes.[346] Alguns países, inclusive, estabelecem exceções para a incidência da OPA em situações que configurariam a aquisição de uma participação relevante, ao invés de aquisição de controle propriamente dita.

---

[344] Para Andre Pitta, por exemplo, o fato de as aquisições originárias não serem objeto da OPA por alienação de controle representa uma incoerência com seus fins, uma vez que nessas operações há "quebra de estabilidade no quadro societário que justifica o direito de saída dos acionistas não controladores" (PITTA, 2015b, p. 219).

[345] Como lembra Munhoz "[e]m muitos países (v.g., Reino Unido, Alemanha e Itália), esse percentual é de 30%. Por se tratar de um percentual fixo de participação acionária, não há incerteza, no sistema europeu, quanto à obrigatoriedade da oferta, de um lado, ou quanto à obrigatoriedade do regime de oferta voluntária, de outro, caso se pretenda adquiri-lo por oferta pública" (MUNHOZ, 2013, p. 353). Para uma análise sobre a tendência de adoção de critérios objetivos para a determinação de hipóteses de OPA, cf. Simon (2017, p. 54-73). Além disso, a OCDE, em estudo recente, apontou que "[m]*andatory takeover bids are most commonly triggered by a 30-33% ownership threshold where the calculation regularly includes all affiliated parties in the sum. However, it is worth noting that approximately half of all jurisdictions establish multiple thresholds that can trigger takeover bid requirements*" (OCDE, 2019, p. 72).

[346] Diferentemente da aquisição de controle, que gera profunda alteração na estrutura da companhia, a aquisição de participações minoritárias relevantes não deve ensejar a obrigatoriedade de uma oferta pública, tendo em vista os custos a ela inerentes. Munhoz ressalta que "haveria apenas efeitos negativos, pois a oferta obrigatória serviria como instrumento de dissociação entre poder de controle e propriedade do capital sujeito a risco ou, ainda, de entrincheiramento de controlador ineficiente" (MUNHOZ, 2012, p. 355).

Neste sentido, Munhoz sugere como parâmetros para elidir a presunção de controle

> o fato de (i) haver acionista com participação acionária superior à participação total do adquirente; ou de (ii) o quórum de instalação e o de deliberação verificados nas três últimas assembleias gerais indicarem não ser provável que a participação detida pelo adquirente, após a aquisição, assegurará a ele preponderância na assembleia geral subsequente.

Além disso, aponta que "seria interessante outorgar à CVM a prerrogativa de rever o percentual fixo" (MUNHOZ, 2013, p. 357), em procedimento análogo ao estabelecido para a redução de quórum qualificado de deliberação de companhias aberta, nos termos do art. 136, §2º, da Lei das S.A. (MUNHOZ, 2013, p. 357).

Uma proposta semelhante foi aventada durante a alteração do regulamento do Novo Mercado e do Nível 2.[347] Embora as alterações no regulamento do Novo Mercado tenham sido aprovadas, a proposta de uma OPA por aquisição ou atingimento de participação relevante (semelhante à adotada no modelo europeu) não foi aceita pela maioria das companhias aderentes ao segmento de listagem, o que fez com que o novo regulamento não trouxesse nenhuma disposição nesse sentido.

Atualmente, no âmbito da autorregulação, apenas o Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) possui regras semelhantes à Diretiva Europeia no que concerne a oferta pública por aquisição de participação relevante.

A fixação de um percentual fixo certamente garante maior previsibilidade para a incidência da OPA por alienação de controle, por meio de presunções que podem ser afastadas em casos específicos. Desta forma, esse seria um bom balizador para lidar com a problemática de operações sobre o controle acionário de companhias com capital disperso, a partir de critérios previamente conhecidos pelo mercado.

4.3.2. Controle conjunto e operações envolvendo o grupo de controle

Como se sabe, o poder de controle pode ser exercido de forma individual ou pode se manifestar por meio de um conjunto de acionistas. Neste caso, tem-se o chamado controle conjunto, que é marcado por uma dinâmica própria – por exemplo, se no controle unitário a

---

[347] Para a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, o objetivo da OPA por aquisição de participação relevante seria garantir um evento de liquidez em condições equitativas aos acionistas de uma companhia que tenha seu controle adquirido de forma originária ou quando do ingresso de um acionista relevante. Ela acabaria, assim, preenchendo uma lacuna na lei societária brasileira, que prevê a obrigatoriedade de lançar OPA apenas nos casos de alienação de controle (art. 254-A da Lei n° 6.404/1976) e não de aquisição originária de controle ou de participação relevante, como se dá nos países da Comunidade Europeia.

identificação do acionista controlador tende a ser mais direta, o controle conjunto demanda uma análise mais detida da dinâmica concreta de interação entre os diversos componentes do bloco de controle.[348]

Outra distinção relevante entre essas estruturas de poder é que, enquanto o controle individual pressupõe a titularidade do poder e das ações que compõem o bloco de controle concentradas em um único acionista, no controle conjunto, o detentor do poder é o grupo, ao passo que a titularidade das ações que compõem o bloco de controle é dos seus integrantes.[349] Esta cisão entre titularidade do poder e das ações traz desafios relevantes para a aplicação do art. 254-A em caso de companhias com controle conjunto – especialmente porque "o poder de controle não é objeto de direito: não pode ser adquirido nem transferido independentemente do bloco de controle, que é sua fonte" (BULHÕES, 1996a, p. 620).

Na tentativa de lidar com esses desafios, durante a vigência do art. 254[350], o item III da Resolução nº 401 indicava que a oferta só seria obrigatória em companhias com controle conjunto quando todos os acionistas que formassem o grupo de controle transferissem suas ações a terceiro.[351] Esse entendimento, no entanto, não prevaleceu. Segundo Roberta Nioac Prado (2005, p. 164), na prática, ainda que nem todos os acionistas integrantes do grupo de controle vendessem suas ações, o art. 254 poderia ser aplicado – em contrariedade com a própria Resolução.[352]

Atualmente, o art. 254-A carrega consigo uma dúvida relevante ao ser aplicado em companhias com controle compartilhado: que tipo de operações envolvendo o bloco de

---

[348] Para uma análise aprofundada da sistemática do controle conjunto na realidade brasileira, cf. Patella (2015).

[349] Como lembra Bulhões Pedreira "[a] aquisição do "poder de controle" pressupõe a do "bloco de controle", mas os dois conceitos não se confundem: adquirir o poder de controle é obter, assumir ou passar a ter o "poder de fato" de controlar a companhia; adquirir o bloco de controle é tornar-se proprietário das ações que o compõem (ou, ao menos, sujeito ativo do direito de voto por elas conferido)" (BULHÕES PEDREIRA, 1996a, p. 620):.

[350] Para uma análise do posicionamento oscilante acerca da matéria, ainda durante a vigência do art. 254, cf. Simon (2017, p. 77-78), destacando que: "[i]nicialmente, a alienação de ações, não correspondentes à maioria das ações com direito a voto, mas vinculadas por acordo tácito entre alienantes foi reconhecida como hipótese de alienação de controle compartilhado para fins do artigo 254 (Caso Pereira Lopes). Entendeu-se ser possível o controle compartilhado, ainda que tais acionistas, em conjunto, não fossem titulares da maioria das ações com direito a voto. Já, em interpretação diversa proferida pela CVM, exigiu-se a alienação da maioria das ações com direito a voto para que fosse obrigatória a realização da OPA (Caso Companhia E)" (SIMON, 2017, p. 78).

[351] O texto da Resolução nº 401 era o seguinte: "III - Se o controle da companhia é exercido por grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, nos termos do art. 118 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ou sob controle comum, entende-se por alienação de controle o negócio pelo qual todas as pessoas que formam o grupo controlador transferem para terceiro o poder de controle da companhia, mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhes assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia."

[352] Para uma crítica às interpretações dada pela CVM ao art. 254, em contrariedade com o que dispunha a Resolução nº 401, cf. Bulhões Pedreira (1996a, p. 613 e ss.).

controle teriam o condão de disparar a oferta? Dito de outra forma: a OPA só seria necessária em casos de alienação de todo o bloco de controle, da maioria deste bloco ou mediante qualquer transação envolvendo o bloco?

Para grande parte da doutrina, haverá alienação de controle quando ocorrer "efetiva modificação do centro de gravidade do poder" (MUNHOZ, 2013, p. 300) – isto é, quando um acionista assume uma posição dominante dentro do bloco de controle. Este acionista pode ser um terceiro que não fazia parte do grupo de controle ou um acionista que o integrava, mas não detinha uma posição de domínio.[353] Assim, descarta-se a OPA em casos de meras transferências intrabloco ou hipóteses de consolidação do controle, nas quais um acionista já dominante adquire mais ações da sociedade controlada**.** Os precedentes da CVM apontam no mesmo sentido.[354]

A interpretação corrente, entretanto, exige uma análise casuística do controle conjunto e da forma os acionistas que compõem o grupo de controle interagem entre si, o que pode gerar inúmeras incertezas quanto à aplicabilidade do art. 254-A.[355]

---

[353] Neste sentido, cf. Carvalhosa (2011, p. 216); Prado, (2005, p. 166).

[354] Cf., especialmente, o Processo CVM nº RJ2007/7230, relator diretor Eli Loria, j. em 11.07.2007 (disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070711_R2/20070711_D01.html. Acessado em 06/07/2018). A manifestação do então Presidente da CVM, Marcelo Trindade, naquela ocasião, é especialmente elucidativo ao afirmar que: "[c]oncluir pela não obrigatoriedade de OPA em casos de consolidação do controle dentro do bloco não é, certamente, adotar a decisão mais simpática. E certamente este não é o voto que eu mais gostaria de dar. De lege ferenda, me parece que a alienação de participações relevantes, conforme percentual previsto em lei ou no Estatuto, deveria gerar a obrigação de estender as mesmas condições aos demais acionistas, através da realização de OPA. Isto contribui para que o valor das ações de uma companhia aberta seja estabelecido pelo mercado de maneira mais adequada, sem prêmios ou descontos economicamente pouco justificáveis, decorrentes de direitos não expressos nos títulos, mas sim inerentes ao exercício do poder.
Mas o fato é que, de lege lata, estou de acordo com a conclusão do voto do Diretor Relator, pela inexistência de alienação de controle, que só pode ser alienado por quem o detenha, o que, em casos de acordo de acionistas, significa o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto , como diz o art. 116 da Lei das S.A., e não um membro desse grupo que detenha menos que a maioria das ações com voto, ressalvada a análise do acordo de acionistas, que revele a preponderância do subscritor alienante perante os demais". (disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5533-1.pdf. Acessado em 15.03.2020).
Vale destacar, ainda, que o Tribunal de Justiça de São Paulo possui o mesmo entendimento (TJ-SP, Apelação nº 0018394-92.2012.8.26-0565, rel. Des. Fortes Barbosa, j. 08.02.2017).Para uma crítica à posição majoritária da doutrina e dos precedentes da CVM, cf. Patella (2015, p. 291-306).

[355] No mesmo sentido, cf. Pitta (2015b, p. 228). Além disso, como destaca Laura Patella": "[c]erto é que a solução casuística tem sido perigosa. Sustentar que, em cada caso, se deve observar as movimentações e as características do negócio entabulado, para ver se houve transferência de controle, gera grave instabilidade na aplicação da regra.
Não se sabe quem é ou pode ser o alienante, nem quem é ou pode ser o adquirente, nem os limites sobre o objeto do negócio – quantas ações precisam ser vendidas, a quem elas devem pertencer. Não se consegue ver com clareza onde está o poder de controle, quando e como ele se movimenta e, sobretudo, quando efetivamente se transfere. Não raro, a mesma operação pode dar ensejo a entendimentos diametralmente opostos, todos eles justificáveis" (PATELLA, 2015, p. 292).

4.3.3. Alienação indireta de controle e as dificuldades inerentes ao cálculo do preço da oferta

O art. 254-A sanou as poucas dúvidas que ainda restavam quanto à obrigação de se lançar uma oferta em caso de alienação indireta de controle de uma companhia aberta. Entretanto, as dificuldades em relação ao cálculo do preço da oferta nestas situações remanescem.

Ainda durante a tramitação do projeto de lei que deu origem na Lei nº 9.457/1997, uma das justificativas elencadas para a retirada do art. 254 da Lei das S.A. foi justamente a dificuldade que a CVM enfrentava para determinar o preço das ofertas que envolviam a cessão indireta do controle.[356]

E não poderia ser diferente. O poder de controle indireto, como acessório inseparável do controle direito, acarreta a "impossibilidade de se identificar, no valor do controle direto da sociedade de comando, a parte que corresponde ao valor do poder de controle indireto de uma das sociedades do grupo" (BULHÕES PEDREIRA, 1996a, p. 627). Daí que surge, como lembra Bulhões Pedreira, ainda no regime no art. 254, a impossibilidade (mesmo conceitual) de

> encontrar fundamentos objetivos para identificar no valor do bloco de controle da sociedade de comando o valor do poder de controle indireto de cada uma das sociedades do grupo. Essa impossibilidade, que não é peculiar ao grupo de sociedades mas ocorre sempre que se procura reduzir o valor de um sistema de bens ao valor de cada um de seus elementos, tem explicação na própria natureza do sistema, que é mais do que a soma dos seus elementos: esse mais é a organização do sistema, ou o inter-relacionamento das suas partes, que faz com que um conjunto de bens organizados tenha valor diferente da soma do valor dos bens que o compõem, considerados isoladamente (BULHÕES PEDREIRA, 1996a, p. 627).

Carvalhosa também destacou a mesma dificuldade, que se torna ainda mais complexa quando "a companhia cujo controle é transferido controla várias companhias, ou desenvolve

---

[356] Conforme a justificação que acompanhou o projeto de lei da Câmara dos Deputados: "a CVM vem enfrentando, na aplicação desse dispositivo, sérias dificuldades para determinar o preço das ofertas de compra das ações de companhias abertas controladas por outras cujo controle tenha sido alienado. Essa tarefa implica decisão discricionária quanto ao método específico a escolher para fixação de preço. Dentre os vários métodos disponíveis, todos são aceitáveis. Mas produzem no geral resultados muito dispares, o que torna quase inevitável a ocorrência de controvérsias e contenciosos judiciais". BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei n. 1.564 de 1996 (disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=2EC8BDA89E5B530142B408E8143A6C06.proposicoesWeb1?codteor=1135039&filename=Dossie+-PL+1564/1996. Acesso em: 29.10. 2019).

também atividades operacionais" (CARVALHOSA, 2011, p. 219). Em situações como esta, o autor sugere que seja feita

> uma avaliação, por empresa especializada e independente, de todas as companhias envolvidas, assim como das atividades operacionais da controladora, de acordo com um mesmo critério: valor de bolsa, se forem todas abertas, com os índices de liquidez previstos no art. 137, II, a; valor de patrimônio líquido; perspectivas de rentabilidade, ou outro considerado mais adequado, tendo em vista o ramo de atividades das companhias envolvidas. Feita tal avaliação, segrega-se o valor que, presume-se, tenha sido pago pelo controle da companhia aberta, procedendo-se ao cálculo do preço a ser pago aos minoritários (CARVALHOSA, 2011, p. 219).

Embora tentador à primeira vista, o modelo sugerido por Carvalhosa esbarra em várias dificuldades. Sem adentrar nos elevados custos e na alta complexidade de um laudo de avaliação com essa amplitude, a utilização do mesmo critério para calcular o valor da controladora e da controlada, a depender do caso, pode não ser a melhor alternativa para capturar o real valor das duas sociedades, colocando em risco o tratamento igualitário dos acionistas. Basta pensar em uma controladora que tenha ações com alta liquidez negociadas na bolsa e uma controlada cujas ações sejam ilíquidas e sofram grandes oscilações por conta de movimentos especulativos – neste caso, certamente, aplicar o mesmo critério para ambas as companhias levaria a drásticas distorções no preço da oferta.[357]

Ainda sob a vigência do art. 254 da Lei das S.A., a extinta Superintendência Jurídica da CVM analisou, em 1985, um caso envolvendo a alienação de controle indireta por meio de uma sociedade *holding* mista. É interessante notar a posição do então superintendente jurídico quanto às dificuldades de se aferir o valor de controle da companhia aberta que representava uma pequena parcela do complexo empresarial adquirido pela *holding*, o que o levou a concluir que não haveria, na prática, como preservar o tratamento igualitário previsto na lei.[358]

No direito comparado, diferentes ordenamentos lidaram com a mesma questão de formas distintas. O *Takeover Code* inglês, por exemplo, limitou a incidência da OPA em

---

[357] A CVM analisou a fundo esta questão no âmbito do Processo SEI 19957.001656/2017-25, j. 02/05/2018, que será examinado abaixo.
[358] Cf. Parecer CVM/SJU nº 28, de 26.06.1985.

alienação indireta de controle a apenas alguns casos[359]. O regime alemão, por sua vez, prevê a obrigatoriedade da oferta nas cessões de controle indireto[360], mas cria diversas exceções[361]. Já os regimes italiano[362] e belga[363] exigem o lançamento da oferta em casos de aquisições de controle indireto quando a companhia controlada representa uma parcela relevante do patrimônio da controladora. Estes regimes, entretanto, possuem algumas diferenças entre si.

---

[359] Na nota 8 à regra 9 do *Takeover Code* estabelece-se o seguinte: "*Occasionally, a person or group of persons acting in concert acquiring shares resulting in a holding of over 50% of the voting rights of a company (which need not be a company to which the Code applies) will thereby acquire or consolidate control, as defined in the Code, of a second company because the first company itself is interested, either directly or indirectly through intermediate companies, in a controlling block of shares in the second company, or is interested in shares which, when aggregated with those which the person or group is already interested in, secure or consolidate control of the second company. The Panel will not normally require an offer to be made under this Rule in these circumstances unless either: (a) the interest in shares which the first company has in the second company is significant in relation to the first company. In assessing this, the Panel will take into account a number of factors including, as appropriate, the assets, profits and market values of the respective companies. Relative values of 50% or more will normally be regarded as significant; or (b) securing control of the second company might reasonably be considered to be a significant purpose of acquiring control of the first company.*" THE TAKEOVER CODE. Disponível em: http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code. Acessado em: 29.10.2019).

[360] Conforme o parágrafo 35 (Duty to Publish and Make an Offer*)* do Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG): "*(1) Any person who gains control of a target company directly or indirectly must, without undue delay and within seven calendar days at the latest, publish that fact in accordance with section 10 (3) sentence 1 and 2, stating the extent of his percentage of voting rights. The period shall commence at the time the offeror becomes aware, or ought to have become aware given the circumstances, that he has gained control of the target company. In such publication, the voting rights to be attributed pursuant to section 30 shall be specified separately for each element of attribution. Section 10 (2) and (3) sentence 3 and section 10 (4) to (6) shall apply mutatis mutandis.*" BAFIN. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Bonn/Frankfurt, 2001. Disponível em: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpUEG_en.html?nn=8236218. Acessado em: 29.10.2019) .

[361] De acordo com o parágrafo 9º (Grounds for exemption) do WpÜG: "*Exemption may also be granted if (...) 3. control of a target company within the meaning of section 2 (3) of the Securities Acquisition and Takeover Act was acquired indirectly as a result of acquiring control of another company and the book value of that company's participating interest in the target company is less than 20 per cent of the assets recorded in said company's books.*". Idem.

[362] O art. 45 (acquisito indiretto) do Regolamento Consob n. 11971/1999 (Emittenti) prevê que: "*1. L'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di disporre del diritto di voto in misura superiore alle soglie indicate dall'articolo 106, commi 1, 1-bis e 1-ter, sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico di una società quotata, ovvero di detenere il controllo di una società non quotata, determina l'obbligo dell'offerta pubblica, a norma dell'articolo 106, comma 3, lettera a), del Testo unico quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette, la partecipazione superiore alle soglie indicate dall'articolo 106, commi 1, 1-bis e 1-ter, del Testo unico in una società quotata.*" CONSOB. Regolamento emittenti Adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999. Aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 21016 del 24 luglio 2019. Itália, ago. 2019. Disponível em: http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_1999_11971.pdf/bd8d1812-6866-473e-8234-c54c75c0363a. Acessado em 29.10.2019.

[363] Conforme o art. 51, §1º, do *Arrêté royal relatif aux offres publiques d'acquisition*, de 27.04.2007: "*Lorsqu'une personne acquiert directement ou indirectement, à la suite d'une acquisition de titres, le contrôle d'une entreprise détentrice, elle est tenue de lancer une offre d'acquisition portant sur la totalité des titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote émis par la société visée en question.*" BÉLGICA. Arrêté royal relatif aux offres publiques d'acquisition. 27 abril 2007. Disponível em: http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=fr&la=F&table_name=loi&cn=2007042770. Acessado em: 29.10.2019.

Na Bélgica, prevê-se um tratamento igualitário parecido com o que é dado no Brasil[364], ao passo que, na Itália, estabeleceu-se um regime específico para o cálculo das ações da controlada quando a operação não envolve a compra de ações tanto da controladora quanto da companhia sob seu controle.[365]

O direito comparado nos oferece, portanto, diversas soluções possíveis para lidar com os problemas envolvendo a alienação indireta do controle. Regimes que restringem a obrigação de lançar uma oferta nestes casos fazem com que o problema do cálculo do preço, por óbvio, desapareça, deixando, contudo, os acionistas minoritários da sociedade controlada desamparados frente a uma evidente troca na condução dos negócios em decorrência mudança na estrutura final de controle do grupo societário. Há ainda os casos em que a metodologia de cálculo das ações da sociedade controlada é pré-determinado pela lei, dirimindo as discussões, sob o risco de se adotar um critério que, por diversos motivos, pode não captar o real valor da companhia cujo controle indireto foi cedido e deixando de lado, em algumas situações, o tratamento igualitário.

No Brasil, optou-se por dar aos acionistas minoritários da sociedade controlada a mesma proteção conferida àqueles que detém ações da controladora, adotando um regime que se preocupa exatamente com o tratamento igualitário. A dificuldade está, evidentemente, em definir o que é igualitário (ou equitativo) quando os objetos de comparação possuem, algumas vezes, características bastante distintas.

Critérios usualmente utilizados para capturar o preço justo das ações, para se auferir o preço de uma OPA para cancelamento de registro de companhia aberto ou de uma OPA

---

[364] Conforme o trecho final do art. 53 do *Arrêté royal relatif aux offres publiques d'acquisition*, de 27 abril de 2007: "*En cas d'application de l'article 51, le prix le plus élevé visé à l'alinéa 1er, 1°, est déterminé en prenant en compte le prix implicite de la participation dans la sociéte visée, compris dans le prix qui a été payé pour l'acquisition des titres avec droit de vote de l'entreprise détentrice ou de la personne qui la contrôle.*"(disponível em: http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=fr&la=F&table_name=loi&cn=2007042770. Acessado em 29.10.2019).

[365] V. art. 106 (Offerta pubblica di acquisto totalitaria) do Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: "(...) *2. Per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria. Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile. Il medesimo prezzo si applica, in mancanza di acquisti a un prezzo più elevato, in caso di superamento della soglia relativa ai diritti di voto per effetto della maggiorazione ai sensi dell'articolo 127-quinquies*". CONSOB. Testo Único della Finanza. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Disponível em: http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88. Acessado em 29.10.2019.

por aumento de participação, não podem ser transpostos à situação de OPA por alienação de controle sem maiores considerações em relação à metodologia utilizada para determinar o valor das ações que compõem o bloco de controle.

Ao eleger a finalidade de cada uma dessas ofertas, a Lei das S.A. estabeleceu medidas distintas para o cálculo dos seus respectivos preços, privilegiando, no caso da OPA por alienação de controle, o tratamento igualitário aos acionistas minoritários. Isso significa que lhes será assegurado, no mínimo, 80% do valor pago por ação que compõe o bloco de controle, seja ele justo, para fins do art. 4°, §4°, da Lei das S.A., ou não.[366]

Neste sentido, ao conceder à CVM a competência para "autorizar a alienação de controle de que trata o caput [do art. 254-A], desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais" (art. 254-A, §4º), a Lei das S.A. atribuiu à autarquia a difícil missão de, dentro de alguns parâmetros, avaliar se o preço oferecido na oferta assegura esse tratamento igualitário.[367]

Justamente por isso foi necessário pensar em um procedimento para determinar qual parcela do preço corresponde à controlada objeto da OPA. Foi neste contexto que a Instrução CVM nº 361/2002 estabeleceu que o ofertante "deve submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404, de 1976, correspondente à alienação do controle da companhia objeto" (art. 29, §6º, inciso I).

Embora a Instrução CVM nº 361/2002 tenha criado um procedimento para a análise da CVM, a exigência da demonstração justificada pela regulamentação trouxe outras questões relevantes: qual a sua finalidade e a partir de quais critérios esse documento deve se pautar?

---

[366] Vale mencionar que o preço negociado nos negócios de alienação de controle pode, em tese, servir como critério para definição de "preço justo" das ações, tendo em vista que ele é negociado entre partes independentes à luz de diversos parâmetros econômico-financeiros relacionados à atividade desenvolvida pela sociedade-alvo.

[367] Em evidente crítica ao art. 254 e sua aplicação em casos de alienação indireta de controle, Bulhões Pedreira asseverava que "[c]omo é impossível estabelecer objetivamente, a partir do valor do bloco de controle da sociedade de comando, o valor unitário das ações da companhia controlada que assegure "tratamento igualitário" aos acionistas minoritários de companhia aberta e ao sócio controlador do grupo, a consequência prática da orientação adotada pela CVM [aplicação do art. 254 em caso de alienação indireta do controle] é a de se atribuir competência para arbitrar o valor que o adquirente do controle do grupo de sociedades deve oferecer aos acionistas minoritários. Essa atribuição é incompatível com o nosso sistema jurídico" (BULHÕES PEDREIRA, 1996a, p. 628).

Estas questões tornam-se mais complicadas tendo em vista que a CVM deve atuar nos limites de sua competência, sem se imiscuir em áreas nas quais a autonomia privada deve prevalecer[368] – e que, nem sempre, são tão fáceis de serem distinguidas.

Ao exigir a submissão de uma demonstração justificada de preço, a CVM reconheceu, em primeiro lugar, que não existe uma receita pronta para, em todos os casos de transferência de controle indireto, chegar-se ao valor que corresponderia a um tratamento igualitário. Não se trata de uma regra de mero *disclosure*, destinada a garantir que as informações fornecidas fossem verdadeiras, completas, consistentes e que não induzissem o investidor a erro.

Com efeito, a demonstração justificada é um elemento que a CVM deve considerar para formar sua convicção a respeito do cumprimento, ou não, da obrigação de tratamento igualitário – ao lado dessa demonstração, deve-se considerar, em determinadas situações, o laudo de avaliação cuja apresentação pode ser solicitada pela autarquia para efeitos de testes de consistência do demonstrativo de preço.

Quanto aos critérios que a demonstração justificada de preço deveria se basear, uma alternativa seria a sugerida pelo então presidente da CVM Marcelo Trindade,[369] no sentido de que uma eventual referência no contrato celebrado entre alienante e adquirente do controle deveria ser suficiente para demonstrar o quanto do preço pago pelas ações de emissão de controladora corresponderia ao controle da controlada. Por essa interpretação, bastaria que o ofertante, na demonstração a que se refere o art. 29, §6º, inciso I, da Instrução CVM 361/2002, mencionasse que o contrato por meio do qual o controle indireto foi adquirido estabelece um determinado preço para o controle da controlada, para que esse

---

[368] Já ensinava José Luiz Bulhões Pedreira que "[a] CVM não tem, no exercício da atribuição legal, qualquer parcela de discricionariedade para apreciar a conveniência ou oportunidade da alienação do controle, mas apenas verificar se a oferta pública é feita com observância da lei" (BULHÕES PEDREIRA, 1996c, p. 677). Carvalhosa também assevera que: "não cabe à CVM entrar no mérito do laudo de avaliação, para dizer qual o preço mais adequado para a oferta pública, por absoluta falta de competência legal para tanto. Ademais, caso a CVM se envolva diretamente em negociação com o adquirente indireto do controle para estabelecer o preço da oferta pública, poderá vir a ser responsabilizada pelos prejuízos eventualmente sofridos pelos minoritários que não considerarem adequado o preço oferecido por suas ações na respectiva oferta pública" (CARVALHOSA, 2011, p. 220) – muito embora, a nosso ver, o envolvimento da CVM na negociação do preço já é uma séria extrapolação de sua competência.

[369] "Como regra geral, deve[ria] prevalecer o entendimento de que a demonstração a que se refere a Instrução será considerada justificada se estiver baseada em documento que revele o preço que tenha sido contratualmente estabelecido entre comprador e vendedor" (Processo CVM nº RJ 2007/1996, j. 21/03/2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5443-1.pdf. Acessado em 06/07/2018).

mesmo valor devesse, então, balizar a oferta aos minoritários desta. Entretanto, com o passar dos anos, a CVM foi um pouco além destes critérios.

O então diretor Marcos Barbosa Pinto, no âmbito do Processo CVM nº RJ 2007/11573, defendeu que a previsão contratual pode ser um bom parâmetro na definição do preço da oferta quando ele resulta "*uma real negociação entre o adquirente e o alienante*"[370].

Quando não há essa efetiva negociação, o valor constante do contrato não deveria ser "supervalorizado", especialmente porque "*a distribuição do preço entre os ativos indiretamente alienados pode ter pouca ou nenhuma relevância*"[371] – afinal, não raro, o interesse do alienante pode ser o de alocar o menor valor possível para o bloco de controle da companhia aberta para, com isso, aumentar o valor do bloco de ações do controle da companhia fechada que a controla.

Vale lembrar que a OPA por alienação de controle não é pautada pelo "*preço justo*", que é que geralmente se apura por meio de um laudo. Pelo contrário, o art. 254-A procura oferecer aos acionistas minoritários titulares de ações com direito a voto uma oportunidade de aliená-las pelo preço resultante de um tratamento igualitário, tomando por referência o preço acordado entre o alienante e o adquirente do controle.[372]

Neste sentido, é difícil pensar em um laudo de avaliação que seja capaz de apontar o preço a ser pago pelo controle. Na verdade, não há um critério aplicável a todo e qualquer caso de alienação de controle indireto.

---

[370] Cf., no que se refere à não definitividade do preço constante do contrato, a afirmação de que "o laudo de avaliação e também outras *proxies*, como o valor de mercado da companhia, podem ser utilizados como meios auxiliares na determinação do preço devido na oferta, ao lado dos instrumentos contratuais e outros documentos relativos à negociação havida entre o adquirente e o alienante do controle" e, quanto à necessidade de a negociação ser efetiva, "o (...) memorando [da área técnica] enfatiza, acertadamente, que os valores que constam do contrato de compra e venda do controle foram sancionados por negociações efetivas entre as partes, já que os controladores também alienaram ações de [companhia controlada]. O memorando nota, ainda, que os alienantes e adquirentes tinham participações e interesses diferentes nas três companhias, o que dá ainda mais credibilidade ao contrato" (Processo CVM nº RJ2007/11573, j. em 04.10.2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5612-1.pdf. Acessado em 06.07.2018).

[371] Processo CVM nº RJ2007/11573, j. em 04.10.2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5612-1.pdf. Acessado em 06.07.2018.

[372] Neste sentido, vale citar a declaração de voto da então presidente da CVM Maria Helena Santana, que é claro no sentido de que: "*na OPA por alienação de controle, diferentemente do que foi alegado no recurso, não se aplica o conceito de preço justo, previsto no §4º do art. 4º da Lei das S.A. Nestes casos, é devido aos acionistas da companhia cujo controle foi alienado o preço previsto no art. 254-A, de no mínimo 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle*" (Processo CVM RJ 2008/252, j. em 04.03.2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5829-1.pdf. Acessado em 06/07/2018).

Dado que o pressuposto da oferta pública de que trata o art. 254-A é oferecer aos minoritários um tratamento materialmente igualitário ao recebido pelo controlador indireto, é necessário, antes de mais nada, entender qual foi o pressuposto realmente utilizado para a definição do preço pago pelo controle indireto para, então, a partir da sua transposição para a companhia aberta controlada, definir o valor a ser oferecido.

Esses problemas ficaram bem evidentes durante a análise do Processo SEI 19957.001656/2017-25, j. 02/05/2018[373], em que se discutiu o preço, a demonstração justificada de preço e o laudo de avaliação utilizados pelo adquirente do controle na aquisição direta da CPFL Energia S.A. e, indiretamente, da CPFL Energias Renováveis S.A., bem como o papel da CVM na avaliação desses instrumentos. O caso ficou ainda mais emblemático após a área técnica da CVM indicar uma faixa de valores que considerou adequada para a realização da OPA – extrapolando sua competência.

O Presidente Marcelo Barbosa procurou definir alguns balizadores para análises futuras da CVM: **(i)** a demonstração justificada de preço tem a finalidade de comprovar que "o preço proposto pela ofertante aos acionistas minoritários da controlada pode ser justificado a partir dos cálculos ali apresentados"; **(ii)** a análise da CVM quanto à demonstração justificada de preço e o laudo de avaliação poderá ter o grau de profundidade que julgar necessário para formar sua convicção; **(iii)** o tratamento igualitário, em um primeiro momento, se dá "mediante a utilização da mesma metodologia para fins de avaliação da companhia controladora alienada diretamente e da companhia controlada alienada indiretamente", mas caso não seja possível tal análise o adquirente do controle poderá utilizar "metodologia que guarde a necessária correspondência com os critérios utilizados para precificação da companhia controladora de forma a explicitar a igualdade de tratamento"; **(iv)** o laudo de avaliação tem a função de auxiliar a CVM na avaliação da demonstração justificada do preço "e sua elaboração deve resultar de um trabalho independente e técnico, sendo assegurado ao avaliador o direito de dar seu trabalho por encerrado mediante a entrega, não sendo obrigado a realizar ajustes com os quais não esteja de acordo"; e **(v)** paralelamente, a "CVM terá plena liberdade para, caso considere que o laudo não atendeu à finalidade para a qual foi requerido", hipótese em que o ofertante deverá "decidir as medidas que pretende tomar com o objetivo de cumprir a exigência consistente

[373] Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180502_R1/20180502_D1000.html. Acessado em 06/07/2018.

na demonstração da forma de cálculo do preço correspondente à alienação indireta de controle".[374]

O precedente esclarece o papel da CVM na análise do preço a ser considerado na alienação indireta do controle, tenta demarcar a margem de manobra que o ofertante possui para a definição desse valor (sobretudo quanto às premissas e metodologias a serem adotadas pelos documentos de suporte) e procura alinhar os interesses do ofertante e do regulador ao enfatizar que o laudo de avaliação e a demonstração justificada de preços são instrumentos que devem ser capazes de fundamentar a decisão da autarquia na concessão do registro da oferta (e, consequentemente, "destravar" a operação cujos efeitos estariam condicionados à realização da OPA).

Ele, no entanto, não resolve o problema por inteiro. Ainda é possível a existência de uma situação de impasse, quando o ofertante entende como mais adequado um critério distinto daquele visto pelos acionistas minoritários ou pela própria CVM. Neste caso, remanescem a insegurança e as dificuldades para a concessão de tratamento igualitário aos acionistas da companhia objeto da OPA indireta.

A alienação indireta de controle impõe uma segunda problemática: quando quem aliena diretamente o controle é uma sociedade estrangeira, qual a definição de controle que deve ser adotada para avaliar a incidência do art. 254-A, caso tenha como controlada uma companhia aberta brasileira (aquela prevista na Lei das S.A. ou a definição dada pela lei aplicável à sociedade estrangeira)?

O tema foi objeto de discussão no julgamento do já mencionado Processo CVM nº RJ2009/1956. A maioria da Colegiado à época entendeu que a lei aplicável seria a brasileira. No entanto, a então Presidente Maria Helena Santanna, entendeu que deveria ser aplicada a lei do país da sociedade que teve o seu controle diretamente alienado – no caso, a italiana.[375] O caso, como já se destacou anteriormente, não oferece contornos claros para resolver a questão, sobretudo porque as fundamentações nos votos dos membros do Colegiado divergem de forma bastante acentuada. De toda forma, o caso ilustra mais uma dificuldade inerente à aplicação do art. 254-A em casos de alienação indireta de controle.

---

[374] Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180502/1000_Voto_PTE.pdf. Acessado em 11/07/2018.

[375] Discussão semelhante ocorreu durante o julgamento do Processo CVM nº RJ 2007/1996, j. em 21.03.2007. Embora a exigibilidade da OPA decorresse se obrigação estatutária, e não legal, naquele caso foi analisada a lei aplicável à controlada brasileira.

4.4. AS FUNÇÕES E DISFUNÇÕES DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE

É natural que o direito societário se preocupe com os procedimentos de transferência de controle. A mudança de mãos do poder de controle é um ato relevante, com o potencial de afetar o centro gravitacional da companhia e a direção dos negócios da empresa. Altera-se a relação da maioria com a minoria, promove-se mudanças organizacionais internas (como a troca da administração da sociedade) e externas (por exemplo, pela inserção da companhia dentro de uma estrutura de grupo empresarial). Tudo isso justifica uma disciplina específica para matéria, aliada com outros instrumentos já previstos na Lei das S.A. – como os mecanismos de responsabilização para evitar abusos – e eventuais disposições contratuais típicas de negócios envolvendo a alienação do controle.

No Brasil, a obrigação de se lançar uma oferta pública de aquisição de ações por conta da alienação do controle de companhia aberta se fundamenta, historicamente, como forma de estender aos acionistas minoritários a oportunidade de sair da companhia, assim como fez o alienante, em condições mais ou menos semelhantes àquelas que foram oferecidas ao detentor do bloco de controle.

Em um sistema no qual impera o controle concentrado e a alta extração de seus benefícios privados, a OPA é uma forma repartir com os acionistas minoritário uma riqueza que, a princípio, lhes seria desviada. Afinal, aqui, o sobrepreço das ações de controle não reflete apenas um atributo próprio da posição de acionista controlador ou a capacidade de rendimentos futuros da companhia sob nova gestão. A primeira função da OPA prevista no art. 254-A é, portanto, amenizar, por meio da repartição do prêmio, a distorção causada pela alta capacidade de se extrair benefícios privados do controle no Brasil.

Além disso, de acordo com alguns precedentes da CVM e a doutrina, a OPA também teria a função de conferir uma saída de liquidez aos acionistas minoritários diante da alteração do quadro acionário da companhia.

Conforme se procurou demonstrar, a opção da Lei das S.A. pela adoção da *regra de tratamento igualitário*, implementada pela obrigatoriedade da oferta, parece fazer sentido no contexto brasileiro.

No entanto, ao se contrapor as justificativas para a OPA por alienação de controle e sua estrutura (que exclui os acionistas sem direito a voto), denota-se uma verdadeira contradição entre os fins visados pela norma e sua estrutura. A rigor, o tratamento igualitário

(ou equitativo) só existiria, de fato, se fosse dado a todos os acionistas da companhia cujo controle é transferido a opção de participar da venda, alienando suas ações pelo mesmo preço das ações do controlador – independentemente de terem direto a voto ou não.

A norma traz ainda uma série de dificuldades em sua aplicação. Em determinados casos, elas podem ser inerentes à complexa atividade de subsunção de um contexto fático à norma. Entretanto, há situações em que a falta de critérios e balizadores mais bem definidos para sua aplicação torna-se um verdadeiro impeditivo para o atingimento de seus fins.

Isso fica especialmente evidente nos casos de alienação de controle de companhias com controle minoritário, em que a falta de parâmetros para a incidência da oferta cria obstáculos para a consecução do tratamento igualitário aos acionistas e a concessão de um "direito de saída" diante da alteração do quadro acionário. A incerteza em torno da própria aplicação do art. 254-A nesses casos e a falta de balizadores objetivos, que ofereçam alguma segurança ao mercado, são provas da insuficiência da norma nesse aspecto.[376]

No mesmo sentido, a aplicação do art. 254-A em casos de alienação indireta de controle expõe um problema que já era anunciado na antiga sistemática da Lei das S.A.: a dificuldade inerente ao cálculo do preço da oferta nestes casos e suas implicações no cumprimento da regra de tratamento igualitário aos acionistas da sociedade controlada. Afinal, quando se pretende comparar objetos que possuem características bastante distintas, é difícil definir o que é igualitário (ou equitativo) e, consequentemente, garantir aos acionistas minoritários o tratamento previsto na lei.

Essas constatações indicam verdadeiras disfunções relacionadas à OPA por alienação de controle, uma vez que a sua estrutura, ao excluir as ações sem direito a voto do escopo da oferta e não estabelecer parâmetros claros para sua incidência, impede o integral atingimento dos seus fins – isto é, o tratamento igualitário entre os acionistas e assegurar um evento de liquidez aos acionistas minoritários após uma alteração estrutural na companhia (a mudança de seu controle).

[376] Neste trabalho, foram apresentadas algumas propostas para solucionar problemas dessa natureza, em linha com a doutrina e a prática internacional, como a definição de um percentual fixo que cria uma presunção para a incidência da OPA por alienação de controle.

5. SÍNTESE CONCLUSIVA

Nesta dissertação, foram exploradas as funções e disfunções das OPAs obrigatórias, partindo-se da premissa de que elas são instrumentos regulatórios criados para solucionar falhas de mercado. Elas são, portanto, procedimentos excepcionais, que garantem uma saída de liquidez aos acionistas em hipóteses de alterações relevantes na estrutura de uma companhia.

Neste sentido, a *OPA para cancelamento de registro* é uma forma de criar barreiras para o fechamento de capital da companhia, sem, contudo, inviabilizar completamente a operação. A medida evita comportamentos oportunistas do acionista controlador, que poderia alterar o regime jurídico da companhia à revelia dos acionistas minoritários, que, por sua vez, investiram em uma sociedade dotada de determinadas características (entre elas, ativos com um pressuposto de liquidez) e sob algumas proteções. Diante dessa situação, a OPA garante aos acionistas minoritários uma última saída de liquidez em mercado, com salvaguardas políticas e econômicas, balanceando e coordenando os interesses envolvidos na operação.

Como se procurou demonstrar neste trabalho, a OPA para cancelamento de registro atinge os seus fins, pelos seguintes motivos:

(i) embora a decisão de fechamento de capital parta do acionista controlador ou da administração (na hipótese de a própria companhia ser a ofertante), o procedimento dessa oferta proporciona aos demais acionistas a possibilidade de vetar a operação. Ao exigir um quórum mínimo de aceitação, deixa-se a cargo dos acionistas detentores de ações em circulação a aprovação quanto à perda do pressuposto de liquidez de seus títulos e das garantias oferecidas pelo regime jurídico das companhias abertas;

(ii) o conceito de preço justo, previsto na Lei das S.A., e os mecanismos de proteção ao preço ofertado são instrumentos importantes para tornar a oferta economicamente atrativa aos acionistas. O conceito de preço justo oferece, ainda, contornos relevantes para viabilizar o questionamento do preço ofertado – do contrário, o próprio debate que envolve a sua revisão seria esvaziado;

(iii) o art. art. 10, §2º, da Instrução CVM nº 361/2002 é um mecanismo capaz de eliminar eventuais riscos relacionados ao dilema do prisioneiro ao qual os acionistas

minoritários poderiam se deparar no momento de realização da OPA para cancelamento de registro; e

(iv) é possível que ocorram distorções no procedimento da OPA para cancelamento de registro, envolvendo, por exemplo, a correta identificação de acionistas detentores de ações em circulação ou a revisão do laudo de avaliação. No entanto, esses problemas são pontuais e eminentemente casuísticos, por isso, não constituem disfunções intrinsecamente ligadas ao atingimento da finalidade da oferta.

A *OPA por aumento de participação*, por outro lado, é um caso de disfunção. Historicamente, a oferta foi concebida em um contexto específico, como remédio para o problema do "fechamento branco de capital" e os problemas daí decorrentes (como a distorção no processo de formação de preço da ação). A despeito de, na prática, ela inibir essas operações, dada a sua estrutura, essa OPA procura tutelar também (ao menos em tese) a liquidez das ações remanescentes em circulação.

Diante disso, o que se demonstrou nesta dissertação foi que:

(i) os efeitos da OPA por aumento de participação estão além e aquém do que lhe é esperado. Seus efeitos vão além dos objetivos proposto porque atingem aquisições que, eventualmente, não caracterizam um "fechamento branco de capital". Isso porque o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. abarca todo movimento de progressiva concentração de novas posições acionárias por parte do acionista controlador, independentemente do fato de esses movimentos causarem um efetivo impedimento de liquidez. E é essa a disfunção fundamental da OPA por aumento de participação e o motivo pelo qual seus efeitos encontram-se aquém do que deveriam. A ferramenta criada para, em última análise, sanar um problema de liquidez, é incapaz de aferir com precisão justamente o bem jurídico que pretende proteger;

(ii) os critérios legais e regulamentares eleitos para aferir um impedimento de liquidez são inaptos para esse fim. Ao relacionar o impedimento de liquidez a uma *porcentagem* de ações detidas pelo acionista controlador, a Lei das S.A. ignora atributos típicos de um ativo líquido. Além disso, a regulamentação estabelece, independentemente da situação fática de cada companhia, o mesmo limite para as aquisições do acionista controlador. Ela assume que a aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação pelo controlador terá os mesmos efeitos sobre companhias com quantidades de ações em circulação diferentes;

(iii) os critérios legais e regulamentares estabelecem, no máximo, uma constatação *formal* de um eventual impedimento de liquidez. Com efeito, os critérios para se chegar a este percentual de concentração que impediria a liquidez das ações são complexos e inadequados. Os parâmetros adotados pelo Regulamento do Novo Mercado, por exemplo, são mais simples e são capazes de aferir, com maior precisão, a liquidez das ações.

Por fim, a *OPA por alienação de controle* é outro caso de disfunção.

Como se demonstrou, esta oferta tem uma *dupla-função*. A primeira, baseada no histórico legislativo do art. 254-A da Lei das S.A., é assegurar o tratamento igualitário entre os acionistas, estendendo aos acionistas minoritários a oportunidade de sair da companhia, assim como fez o alienante, em condições mais ou menos semelhantes àquelas que foram oferecidas ao detentor do bloco de controle. Em um contexto no qual impera o controle concentrado e a alta extração de seus benefícios privados, de forma que o sobrepreço das ações de controle não reflete apenas um atributo próprio da posição de acionista controlador ou a capacidade de rendimentos futuros da companhia sob nova gestão, essa OPA é uma forma de repartir com os acionistas minoritário uma riqueza que, a princípio, lhes seria desviada.

A segunda função está calcada na doutrina, nos precedentes da CVM, e em uma constatação da realidade brasileira, na qual as estruturas de controle das companhias abertas são predominantemente concentradas. Assim, o art. 254-A confere uma saída de liquidez aos acionistas minoritários ante uma alteração relevante no quadro acionário da companhia.

Ocorre que, conforme se demonstrou no Capítulo 4, embora a regra de tratamento igualitário faça sentido no contexto brasileiro, a estrutura da OPA por alienação de controle apresenta as seguintes disfunções:

(i) o tratamento igualitário (ou equitativo) só existiria, de fato, se fosse dado a todos os acionistas da companhia cujo controle é transferido a opção de participar da venda, alienando suas ações pelo mesmo preço das ações do controlador – independentemente de terem direto a voto ou não;

(ii) a norma traz uma série de dificuldades em sua aplicação e a falta de critérios e balizadores mais bem definidos torna-se um verdadeiro impeditivo para o atingimento de seus fins. Isso fica evidente nos casos de alienação de controle de companhias com controle minoritário, em que a falta de parâmetros para a incidência

da oferta cria obstáculos para a consecução do tratamento igualitário aos acionistas e a concessão de um "direito de saída" ante a alteração do quadro acionário. Esta dissertação procurou oferecer alguns balizadores para dirimir esse problema, como a definição de um percentual fixo para a presunção de incidência da OPA; e

(iii) no mesmo sentido, a aplicação do art. 254-A em casos de alienação indireta de controle traz um problema que lhe é inerente: a dificuldade de calcular o preço da oferta, o que, na prática, inviabiliza o cumprimento da regra de tratamento igualitário aos acionistas da sociedade controlada. Este problema vem à tona quando é necessário comparar companhias que possuem características distintas, inviabilizando a garantia de tratamento igualitário aos acionistas da sociedade cujo controle foi indiretamente alienado.

A análise realizada nesta dissertação, no entanto, não é exaustiva. Como se procurou deixar claro no início deste trabalho, não fazem parte de seu objeto todos os problemas e dificuldades que possam surgir com a aplicação da Instrução CVM nº 361/2002 no processo de registro de uma oferta, à luz dos desafios que a complexidade da realidade fática nos impõe. Algumas dessas vicissitudes não configuram, para fins desta dissertação, verdadeiras *disfunções* das regras aplicáveis às OPAs – embora, sem dúvidas, devam ser objeto de análise, especialmente na tentativa de aperfeiçoamento da regulação.

Os problemas que foram apontados aqui, seja em relação aos pressupostos teóricos das OPAs obrigatórias, seja quanto a pontos específicos de seu procedimento (isto é, sua estrutura), limitaram-se às previsões legais e regulamentares que demonstram a *funcionalidade* da oferta (sua adequação entre meios e fins) ou sua *disfuncionalidade* – sempre sob a perspectiva do fim que a norma pretende atingir.

Ainda assim, esta análise pode ser um ponto de partida para repensarmos a adequação desses instrumentos e a necessidade de alterações estruturais em seu regime legal e regulamentar.

Referências bibliográficas

AKERLOF, George. “The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism”. *In* **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 84, 1970. Disponível em: https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/Ackerlof%201970.pdf. Acessado em: 01.02.2020.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros, 2014.

ANDREWS, William. “The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares”. **Harvard Law Review**, Boston, v. 78, p. 505-563, 1965.

ANDREZO, Andrea Fernandes. “A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária – efetivo avanço?”. *In* **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 130, São Paulo: Malheiros, abr./jun. 2003, p. 160-179.

BAFIN. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Bonn/Frankfurt, 2001. Disponível em: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpUEG_en.html?nn=8236218. Acessado em: 29.10.2019.

BANCEL, Franck; MITTOO, Usha R. “Why Do European Firms Go Public?”. *In* **European Financial Management**, v. 15, n. 4, p. 844-884, 2009. Disponível em: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x. Acessado em 10.01.2020.

BATOR, Francis M. “The Anatomy of Market Failure”. *In.* **The Quartely Journal of Economics**, vol. 72, pp. 351-379, 1958. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/1882231?seq=1. Acessado em: 01.02.2020.

BEBCHUK, Lucian A. “Toward Undistorced Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers”. *In* **Harvard Law Review**, vol. 98, p. 1693-1808, 1985. Disponível em: http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/hlr.85.pdf. Acessado em: 01.02.2020.

_____. “The Pressure To Tender: An Analysis and a Proposed Remedy”. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 12, p. 911-949, 1987. Disponível em: http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/08/The-PRESSURE-TO-TENDER-AN-ANALYSIS-AND-A-PROPOSED-REMEDY.pdf. Acessado em: 10.01.2020.

_____. “Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control”. **Quarterly Journal of Economics**, v. 109, p. 957-993, 1994. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=520943. Acessado em 27.10.2019.

BÉLGICA. Arrêté royal relatif aux offres publiques d'acquisition. 27 abril 2007. Disponível em: http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=fr&la=F&table_name=loi&cn=2007042770. Acessado em: 29.10.2019.

BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. 2a ed. New York: Transaction Publishers, 1991.

BESSELER, Wolfgang; KAEN, Fred R.; SHERMAN, Heidemarie C. "Going Public: a corporate governance perspective". *In* HOPT, Klaus J. et. al. **Comparative Corporate Governance – the State of the Art and Emerging Research**. Oxford: Clarendon Press, 1998, p. 569-605.

BORTOLON, Patricia Maria; SILVA JUNIOR, Annor. "Fatores Determinantes para o Fechamento do Capital das Companhias Listadas na BM&FBOVESPA". *In* **Revista de Contabilidade e Finanças**. v. 26, n. 68, p. 140-153, ago. 2015. Disponível em: http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/102354. Acessado em 20.01.2020.

BRANCO, Adriano Castelo. "Breves Notas sobre Ofertas Públicas de Ações no Direito Brasileiro e Governança Corporativa". In: COUTO SILVA, Alexandre (coord.). **Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações**. Saraiva: São Paulo, 2013.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei n. 1.564 de 1996**. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=2EC8BDA89E5B530142B408E8143A6C06.proposicoesWeb1?codteor=1135039&filename=Dossie+-PL+1564/1996. Acesso em: 29.10.2019.

BOBBIO, Norberto. **Teoria da Norma Jurídica**. Trad. Fernando Pavan Baptista e Ariane Breno Sudatti. Bauro: EDIPRO, 2001.

BRITO PEREIRA, Jorge. **A OPA Obrigatória**. Coimbra: Almedina, 1998.

BRYER Stephen G., STEWART, Richard B., SUNSTEIN, Cass R., SPITZER, Matthew L. **Administrative Law and Regulatory Policy**. 6th ed. New York: Aspen Law & Business, 2006.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. "Cessão de Quotas de "Holding" de Companhia Aberta". In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, **A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)**. 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996a. v. 2.

_____. "Oferta Pública por Alienação de Controle e as Ações Preferenciais com Direito de Voto por Não Pagamento de Dividendos". In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, **A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)**. 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996b. v. 2.

_____. "Alienação de Controle e Incorporação de Instituição Financeira". In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, **A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação).** 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996c. v. 2.

_____. "Grupos de Sociedades". LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). **Direito das Companhias**. 2a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. "Alienação e Aquisição de Controle". *In* **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 59. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985, p. 56-67.

_____. "Características das ações, cancelamento de registro e "tag along"". In: LOBO, Jorge (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.

_____. "O Cancelamento de Registro de Companhia Aberta". In: PEREIRA, Antônio Celso Alves; MELLO, Celso Renato Duvivier de Albuquerque. **Estudos em Homenagem a Carlos Alberto Menezes Direito**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

CAMARA, Paulo. Manual do Direito dos Valores Mobiliários. Coimbra: Almedina, 2009.

CORDEIRO, Antonio Menezes. "Ofertas Públicas de Aquisição". *In:* **Direito dos Valores Mobiliários**. Lisboa: Lex, 1997.

CARVALHOSA, Modesto. **Oferta pública de aquisição de ações**. São Paulo: Editora Gráfica Cairu, 1978.

_____. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4a ed., revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 4, t. II.

_____.; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A.** São Paulo: Saraiva, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial:** Estudos e Pareceres. São Paulo: Saraiva, 1995.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. 6a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CONSOB. Regolamento emittenti Adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999. Aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 21016 del 24 luglio 2019. Itália, ago. 2019. Disponível em: http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_1999_11971.pdf/bd8d1812-6866-473e-8234-c54c75c0363a. Acessado em 29.10.2019.

CVM. **Nota explicativa nº 8**. 1979 Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota008.pdf. Acessado em 30.12.2019.

_____. OCDE. MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro – Relatório Preliminar**. Brasília, DF: CVM | OCDE | Ministério da Economia, 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20191202_relatorio_preliminar_fortalecimento_dos_meios_de_tutela_reparatoria_dos_direitos_dos_acionistas_no_mercado_de_capitais_brasileiro.pdf. Acessado em 22.12.2019.

DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE, Wolf-Georg. "Control Transactions". *In* KRAAKMAN, Reiner et. al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 205-242.

DEMSETZ, Harold. "Why Regulate Utilities". *In* **Journal of Law and Economics**, vol. 11, 1968.

DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2005.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. "Private Benefits of Control: An International Comparison". *In* **The Journal of Finance**, v. 59, p. 537-600, 2004.

EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel. "Corporate Control Transactions". *In* **Yale Law Journal**, n. 91, p. 698-737, 1982. Disponível em: https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6728&context=ylj. Acessado em: 02.11.2019.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____. "Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública". *In* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 178-190.

_____. **A Lei das S/A Comentada**. 2a ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015a. v. 4.

_____. **Direito Societário:** estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015b.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais:** Regime Jurídico. 3a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENRIQUES, Lucas; HERTING, George; KRAAKMAN, Reiner; ROCK, Edward. "Corporate Law and Securities Markets". *In* KRAAKMAN, Reiner et. al. **The Anatomy of Corporate Law:** A Comparative and Functional Approach. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 243-266.

FICHTNER PEREIRA, Regis. **A Fraude à Lei**. Rio de Janeiro: Renovar, 1994.

GILSON, Ronald. "Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy". *In* **Harvard Law Review**, v. 119, p. 1641-1976, 2006. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/4093529. Acessado em: 27.10.2019.

GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. "Controlling shareholders". *In* **University of Pennsylvania Law Review**, v. 152, p. 785-843, 2003 Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3177&context=penn_law_review. Acessado em: 27.10.2019.

HATANAKA, Alex S. "Apontamentos sobre a unificação de ofertas públicas de aquisição de ações". *In* **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo: Almedina, vol. 1, 2015.

JAVARAS, George B. "Equal Opportunity in the Sale of Controlling Shares: A Reply to Professor Andrews". *In* **University of Chicago Law Review**, v. 32, p. 420-428, 1965.

Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol32/iss3/4. Acessado em: 27.10.2019.2019.

JESSEN, Michael C. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *In* **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, 1986. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/1818789?seq=1#metadata_info_tab_contents. Acessado em: 20.02.2020.

KAHAN, Marcel. "Sales of Corporate Control". *In* **Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 9, p. 968-379, 1993. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/764857?seq=1#metadata_info_tab_contents. Acessado em: 27.10. 2019.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. "Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform". *In* **NBER Working Paper**, nº 7428. 2000. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=227587. Acessado em: 10.08.2019.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. "Conceito, Objeto Social e Classes". *In* LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA (Coords.). **Direito das Companhias**. 2a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017a.

_____. "Órgãos Sociais". In. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA (Coords.). **Direito das Companhias**. 2a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017b.

MB ASSOCIADOS. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais**. São Paulo: Bovespa, 2000.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. "Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e de capital disperso: eficiências e ineficiências". *In* ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos.** São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

NENOVA, Tatiana. " The Value of Corporate Votes and Control Benefits**:** A Cross-country Analysis". 2000. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809. Acessado em 10.12.2019.

_____; "Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil". 2001. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=294064. Acessado em 10.12.2019.

OCHMAN, Renato; FORGIONI, Paula A. "Direito de retirada do acionista no "fechamento de capital" de companhia". *In* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 90. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993, p. 39-51.

OIOLI, Erik. "Obrigatoriedade do *Tag Along* na Aquisição de Controle Diluído". *In* ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos.** São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. **A Superação do Modelo de Concentração Acionária no Brasil:** o Regime Jurídico das Companhias de Capital Disperso na Lei das Sociedades Anônimas. 2013. 415f. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). **OECD Corporate Governance Factbook**. 2019. Disponível em: www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm. Acessado em 10.12.2019.

PAGANO, Marco; PANETTA, Fabio; ZINGALES, Luigi. "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis". *In* **The Journal of Finance**. v. LIIII, n. 1, p. 27-64, Feb. 1998. Disponível em: http://www.csef.it/pagano/jf-1998.pdf. Acessado em 10.12.2019.

PATELLA, Laura Amaral. **Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras: Disciplina Normativa e Pressupostos Teóricos**. 2015. 327f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

PARENTE, Norma. "Principais inovações introduzidas pela lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2011, à lei de sociedades por ações". *In* LOBO, Jorge (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.

_____. "Mercado de Capitais". *In* CARVALHOSA, Modesto (coordenação). **Tratado de Direito Empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. VI.

PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de Controle de Companhia Aberta**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

_____. "Fechamento Branco de Capital e Oferta Pública de Aquisição de Ações por Aumento de Participação". *In* HANSZMANN, Felipe (Org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado e Capitais**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

PITTA, André Grunspun. **O Regime de Informações das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

_____. "Art. 21". In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coords.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015a.

_____. "As funções das regras de proteção aos acionistas nas operações sobre o controle societário: a insuficiência do arcabouço normativo brasileiro. *In* NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e (coordernador). **Direito Societário Contemporâneo II**. São Paulo: Malheiros, 2015b.

_____. **A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

MARTINEZ, Isabelle; SERVE, Stephanie. "The Delisting Decision: The Case of Buyout Offers with Squeeze-Out (BOSO)". 2010. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=1717018 . Acessado em 10.12.2019.

ROCK, Edward. "Securities Regulation as Lobster Trap: a credible commitment theory of mandatory disclosure". *In* **Cardozo Law Review**, v. 675, p. 675-704, 2002. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/643/. Acessado em 10.12.2019.

ROCK, Edward; DAVIES, Paul; KANADA, Hideki, KRAAKMAN, Reiner; RINGE, Wolf-George. "Fundamental Changes". *In* KRAAKMAN, Reiner et. al. **The Anatomy of Corporate Law:** A Comparative and Functional Approach. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 172-203.

SANTOS, Isabela Travaglia. **Gerenciamento de Resultados em Fechamento de Capital**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4a ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SIMON, Karen K. **Artigo 254-A da Lei das S.A.: estudo sobre a adequação e funcionalidade da norma**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2017.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social**: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades. São Paulo: Migalhas, 2010.

SCHWARCZ, Steven. "Rethinking the disclosure paradigm in a world of complexity". *In* **University of Illinois Law Review**, 2004. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=336685. Acessado em 07.01.2020.

SKOG, Rolf. **Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule?** A Critical Analysis. Amsterdam: SUERF, 1997. Disponível em: https://pdfs.semanticscholar.org/11a8/cbad578d0330d7b53f6d52854b193f8779f8.pdf. Acessado em: 10.12.2019.

STIEGLER, George; FRIEDLAND, Claire. "What can regulators regulate? The case of electricity". *In* **Journal of Law and Economics**, vol. 5, 1962.

SZTAJN, Rachel. "Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 126. São Paulo: Malheiros, 2002.

_____. "Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários". *In* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, nº 135, 2004.

TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

TÁCITO, Caio. "Comissão de Valores Mobiliários. Poder Regulamentar". *In* **Temas de Direito Público**. São Paulo: Renovar, 1997. t. II.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. Vol. 2. São Paulo: José Bushtasky Editor, 1979.

WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel de. "Da Análise da Interpretação da Instrução CVM 299/99". *In* **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

WALD, Arnoldo. "Exame do conceito de "Ações em Circulação" para fins do procedimento de fechamento de capital". *In* **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, v. 57, p. 317-340, 2012.

WELLISCH, July Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018

_____. "Art. 8º". *In* CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

YAZBEK, Otavio. "Privatizações e relação entre interesses públicos primários e secundários – alterações na legislação societária brasileira". *In* **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 120. São Paulo: Malheiros, 2000, p. 100-110.

_____. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

_____. "As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital". *In* FILKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Orgs.). **Sociedades Anônimas**. 3a ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

_____."Reflexões sobre a Atividade Sancionadora da CVM em Caso de Descumprimento de Regras de Direito Societário". *In* YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). **Processo Societário II: adaptado ao Novo CPC – Lei nº 13.105/2015**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. II.

_____. "A OPA por Aumento de Participação em um Mercado em Transformação". *In* ROSSETI, Maristela Abla; PITTA, Andre Gruspun (Coords.). **Governança Corporativa** – avanços e retrocessos. São Paulo: Quartier Latin, 2017.