KAREN KRANJC SIMON

ARTIGO 254-A DA LEI DAS S.A. – ESTUDO SOBRE ADEQUAÇÃO E FUNCIONALIDADE DA NORMA

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Doutora Juliana Krueger Pela

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo – SP
2017

KAREN KRANJC SIMON

ARTIGO 254-A DA LEI DAS S.A. – ESTUDO SOBRE ADEQUAÇÃO E FUNCIONALIDADE DA NORMA

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 a orientação da Professora Doutora Juliana Krueger Pela.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2017

Autorizo a divulgação parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo ou pesquisa, desde que citada a fonte.

Catalogação da Publicação

Serviço da Biblioteca e Documentação

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Kranjc Simon, Karen
Artigo 254-A da Lei das S.A. – Estudo sobre Adequação e Funcionalidade da Norma. / Karen Kranjc Simon ; orientadora Juliana Krueger Pela -- São Paulo, 2017.

167

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2017.

1. Controle Societário. 2. Alienação de Controle. 3. *Tag along*. 4. OPA obrigatória. 5. Mercado de Capitais. I. Krueger Pela, Juliana , orient. II. Título.

Nome: SIMON, Karen Kranjc

Título: Artigo 254-A da Lei das S.A. – Estudo sobre Adequação e Funcionalidade da Norma.

Dissertação apresentada à 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.

Aprovado em: _____

Banca Examinadora

Prof. Dr.:_____ Instituição_____

Julgamento:_____ Assinatura: _____

Prof. Dr.:_____ Instituição_____

Julgamento:_____ Assinatura: _____

Prof. Dr.:_____ Instituição_____

Julgamento:_____ Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais e avós, Renato, Miriana, Rudolf, Candida, Nika e Andrej, por todo o exemplo, amor e incentivo. Obrigada por terem me ensinado sempre a batalhar pelos meus sonhos e por estarem presentes de forma incondicional.

À minha tia e madrinha Alenka, agradeço pela parceria e cumplicidade e, ao meu irmão, Lucas, pelo carinho de sempre e por compartilhar comigo todas as angústias e felicidades.

Agradeço, também, ao Paulo Egydio, pelo companheirismo, incentivo e pela compreensão pelos momentos em que não estive presente.

Às Arcadas, agradeço por todas as oportunidades, professores e colegas com quem tive a oportunidade de aprofundar o estudo do Direito, em especial à "Turbha da Marina", amigos queridos da Turma 180, com os quais compartilho as melhores memórias e à minha orientadora, Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, por todo empenho e dedicação sem os quais este trabalho não seria possível.

Aos meus pais,
pelo exemplo e apoio incondicional
e ao Paulo Egydio,
pelo companheirismo,
com todo meu amor e carinho.

"A importância do poder, como fenômeno social, ainda não foi inteiramente compreendida. O seu estudo vem sendo confinado, quase que exclusivamente, no campo da política, onde, aliás, é mais analisado sob a forma de denominação hierárquica do que de influência determinante, malgrada a antiga advertência de um espírito pioneiro.

No entanto, como assinalou Bertrand Russell, o poder é o conceito fundamental das ciências sociais, tal como o de energia, na ciência física. Analogamente a esta, ele afeta várias formas: política, econômica, religiosa, moral, técnica. O estudo isolado de qualquer dessas manifestações só pode produzir um resultado parcial, assim como a análise de uma só forma de energia é forçosamente limitada e incompleta. Ademais, tal como a energia, o poder sofre um processo de contínua transformação, o que torna ainda mais delicadas a observação e a análise científicas."

(...)

A tarefa primordial e inadiável do jurista, nessa matéria, consiste, portanto, em procurar corrigir o descompasso entre o sistema jurídico e a realidade social em função dos valores de justiça econômica. Trata-se, em primeiro lugar, de reconhecer, explicitamente, a necessidade do poder, como elemento fundamental da economia societária, deixando-se, por conseguinte, de considerá-lo como simples fato extrajurídico. Trata-se, ademais, de disciplinar lhe o exercício, assinando ao seu titular os deveres e responsabilidades de que, tradicionalmente, se considera desvinculado por completo."

(COMPARATO, Fabio Konder; e SALOMÃO Filho, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 6ª ed., 2014, Prólogo).

RESUMO

SIMON, Karen Kranjc. Artigo 254-A. – Estudo sobre Adequação e Funcionalidade da Norma. 167fls. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. Orientação: Professora Doutora Juliana Krueger Pela.

O tema do *tag along* foi alvo de diversas mudanças legislativas no ordenamento legal brasileiro. Sua redação atual prevista no artigo 254-A da Lei das S.A. estabelece a obrigatoriedade de realização de oferta pública de ações nos casos de alienação de controle de companhias abertas. Entretanto, a aplicação prática do referido dispositivo é controversa, sobretudo pela falta de critérios específicos para definição do conceito de controle a ser utilizado. O artigo 254-A da Lei das S.A. é silente sobre tais critérios, sendo que apenas em 2002, com a Instrução CVM 361/02, foi feita indicação mais precisa de que o conceito de acionista controlador do artigo 116 da Lei S.A. deveria ser aplicado para fins do artigo 254-A. Tal aplicação, contudo, tem sido alvo de diversos questionamentos levados à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, em especial em vista das diferentes estruturas de controle acionário presentes no mercado de capitais brasileiro. Diante de tal cenário de insegurança jurídica, a presente dissertação tem por objeto o estudo da funcionalidade jurídica do artigo 254-A, em vista de se determinar a *fattispecie* controle a ser utilizada na aplicação do referido dispositivo. Acredita-se que o poder controle, entendido como fato social, é regulado pela Lei das S.A., de forma específica, segundo suas mais diversas formas de manifestação, de acordo com função a ser desenvolvida por determinado dispositivo legal. Para realização do referido estudo de funcionalidade, serão utilizadas diversas ferramentas de pesquisa. Em primeiro lugar, buscar-se-á realizar reconstrução histórica da evolução legislativa sobre o tema, acompanhada de manifestações doutrinárias a respeito. Além disso, será feita análise da regulação do *tag along* em outros países, na tentativa de verificar as justificativas e redação das regras sobre ofertas obrigatórios análogas nos demais países, além de estudo de casos julgados pela CVM e de hipóteses limítrofes teóricas de aplicação do artigo 254-A. Por fim, buscar-se-á levantar questionamentos necessários, além de sugestões de *lege ferenda* sobre a matéria.

Palavras-chave: Controle Societário. Alienação de Controle. *Tag along*. OPA obrigatória. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

SIMON, Karen Kranjc. Article 254-A of the Brazilian Corporate Law: Study of Adequacy and Function of the Norm. 2017. 166p. Dissertation (Masters' in Commercial Law) - Law School of the University of São Paulo, São Paulo, 2017. Supervisor: Ph.D. Juliana Krueger Pela.

The tag along regulation has been the target of various legislative changes in the Brazilian legal framework. The current wording of Article 254-A of the Brazilian Corporate Law sets forth the obligation to launch a mandatory tender offer in case of the sale of control of public companies. However, the practical application of the referred article is controversial, especially due to the lack of specific criteria used to determine de concept of control. The Brazilian Corporate Law is silent regarding the referred specific criteria and only in 2002, according with the CVM Resolution 361/02, has the regulation indicated that the concept of controlling shareholders of the Article 116 shall be the one used in the application of Article 254-A. The referred application, however, has been challenged several times before the Brazilian Securities and Exchange Commission – CVM, especially in view of the different forms of corporate control present in the Brazilian capital markets. In view of such context of legal uncertainty, the object of the present dissertation is to study the legal function of Article 254-A, aiming to identify the *fattispecie* control that shall be adopted in the application of such rule. It is our understanding that the power of control, interpreted as a social fact, is to be regulated by the Brazilian Corporate Law in a specific manner, in view of its most variable forms of manifestation, according to the legal function to be pursued by a specific legal rule. The present study will be developed using various research mechanisms. First, there a historical reconstruction of the legislative evolution regarding the subject will be carried out, together with the study of doctrine manifestations related. Furthermore, the tag along regulation in other countries will be analyzed, in order to verify the justifications and wording of the analogous rules regarding tender offers in such countries. Additionally, the study of cases judged by CVM and theoretical hypothesis of application of article 254-A will be developed. Finally, the present study will appoint necessary inquiries and will make *lege ferenda* suggestions about the subject.

Key-words: Corporate Control. Sale of Control. Tag Along. Mandatory Tender Offer. Capital Markets.

SUMÁRIO

CAPÍTULO I 13
INTRODUÇÃO 13
1.1. Apresentação do tema: importância da delimitação da funcionalidade do *tag along* 13
1.2. Plano da Dissertação 20

CAPÍTULO II 23
FUNDAMENTAÇÃO E FUNCIONALIDADE DO ARTIGO 254-A 23
2.1. Histórico do dispositivo na Lei das S.A. em relação à sua função 24
2.2. Função do artigo 254-A da Lei das S.A. 38
2.3. Artigo 254-A: *fattispecie* e o uso do artigo 116 da Lei das S.A. 43
2.4. Convergências e divergências entre a funcionalidade dos artigos 116 e 254-A 49

CAPÍTULO III 53
FUNCIONALIDADE E ESTRUTURA DA NORMA SOBRE OPA OBRIGATÓRIA EM OUTROS ORDENAMENTOS 53
3.1. Considerações iniciais sobre o estudo comparativo 53
3.2. Panorama geral dos demais ordenamentos 54
3.3. Estudo mais aprofundado de países selecionados 56
a) Indonésia 56
b) Espanha 59
c) Turquia 62
d) Itália 64
e) União Europeia - Diretiva 25/04 65
f) Estados Unidos 69
3.4. Estrutura da norma brasileira *vis-à-vis* os demais ordenamentos 71

CAPÍTULO IV 75
ESTUDOS DE CASOS DA CVM 75
4.1. Falta de critérios definidos para aplicação do artigo 254 75
4.2. Histórico dos julgados na CVM 77
4.3. Tentativa de sistematização dos elementos que tornam a OPA obrigatória 84

CAPÍTULO V **95**

ANÁLISE DE HIPÓTESES LIMÍTROFES DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE . **95**

5.1. Inadequação da regra geral aos casos concretos de alienação de controle 95

5.2. Hipóteses Limítrofes 96

a) Alienação de controle em companhias com controle é compartilhado por acordo de acionistas: observações gerais 97

a.1) Cessão de ações de sócios estratégicos no âmbito do acordo de acionistas 100

a.2) Adesão a acordo e posterior assunção de controle 102

b) Compra de ações do bloco de controle conjugada com aumento de capital 103

5.3. Considerações preliminares sobre as hipóteses limítrofes 104

CAPÍTULO VI **107**

SÍNTESE CONCLUSIVA E CONSIDERAÇÕES DE *LEGE FERENDA* **107**

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA **113**

APÊNDICE I: TABELA COMPARATIVA DE REGRAS SOBRE OPA OBRIGATÓRIA **124**

APÊNDICE II: RESUMO DE CASOS ANTERIORES À LEI 10.303/01 ..... **128**

APÊNDICE III: RESUMO DE CASOS POSTERIORES À LEI 10.303/01 ..... **131**

APÊNDICE IV: QUADRO RESUMO DAS OPAS POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE DESDE 2006 ..... **145**

CAPÍTULO I
INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação do tema: importância da delimitação da funcionalidade do *tag along*

O tema do *tag along* obrigatório é um dos mais controversos em nosso direito societário. Um dos polos doutrinários o defenderia como mecanismo de proteção aos minoritários[1]. Por outro lado, posição mais extrema admitiria ser o *tag along* verdadeira *"intervenção indevida do Estado no domínio econômico e nas relações privadas de companhias abertas e investidores"*[2]. Diversas posições intermediárias mais atenuadas estariam compreendidas entre essas duas ideias polarizadas e, em meio à toda divergência, estaria a lei societária, reflexo de tais entendimentos contrapostos e alvo de diversas modificações substanciais da disciplina da matéria ao longos dos anos.

Inúmeros temas suscitam dúvidas sobre a adequação da norma posta, como, por exemplo: (i) a exclusão dos preferencialistas do *tag along;* e (ii) a própria eficiência do sistema de *tag along*. BEBCHUK, por exemplo, defende que as ofertas obrigatórias de ações podem impedir aquisições com elevado potencial de agregar valor às companhias, na medida em que tornam as transferências de controle extremamente caras para o comprador[3].

Nesse sentido, nota-se a relevância de se estudar o contexto histórico e todos os demais fatores que influenciaram o legislador na redação da matéria, desde a concepção da Lei das S.A. até hoje. Destaca-se que a construção do sistema normativo é resultado de inúmeros fatores, como a situação política do país e a prevalência de determinados modelos econômico.

---

[1] Corroboram tal entendimento: (i) WALD, Arnoldo. *A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas*. Revista da CVM, 4/2, n. 13, 1986; (ii) EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, 2ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 87-92; e (iii) CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed., 4º Vol., Tomo II. Arts. 243 a 300. revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 189, dentre outros.

[2] LOBO, Jorge. *Tag Along: Uma análise à Luz da Escola do Realismo Científico*. Revista EMERJ. Vol. 16, nº 55, p. 240-260, Jul. / Set. 2011, p. 259.

[3] BEBCHUK, Lucian Arye. *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*. *In: The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 109, nº 4, p. 957-993, Harvard Law School, November 1994.

É importante notar assim, como observam SALAMA e PRADO[4], que a concepção original da Lei das S.A. estava alinhada com o modelo de industrialização por substituição de importações que prevalecia no País nos anos 70. Segundo os autores, a Lei não teria sido substancialmente alterada até que aqueles modelos perdessem a sua supremacia no debate político econômico.

Para os autores citados acima, é inegável também que as reformas da lei acionária pátria acompanharam a substituição de modelos econômicos advindos com o processo de democratização do país. Assim, é natural que as alterações legislativas tenham acompanhado as reformas econômicas lideradas pelo então presidente Fernando Collor (1990-1992) e consolidadas por Itamar Franco (1992-1994) e Fernando Henrique Cardoso (1995-2002). Consequentemente, a Lei das S.A. foi reformada duas vezes, primeiro em 1997[5] e depois em 2001[6].

Como será observado a seguir, o regime do *tag along* é exemplo de regra societária que foi diretamente afetada pelas substituições de modelos econômicos.

Assim, apesar do enfoque dado na presente dissertação ser da função do atual artigo 254-A sob a perspectiva da técnica jurídica e sistemática da Lei, observamos a estreita relação do tema com a evolução política e econômica do Brasil, que será parte da análise deste trabalho.

Em primeiro lugar, como forma de contextualizar o assunto sobre as diferentes abordagens possíveis, parte-se da premissa de que o sistema jurídico brasileiro atual reconhece a diferença de valor da ação de titularidade de acionista minoritário em relação às ações do bloco de controle, mas opta pela divisão igualitária do prêmio de controle entre todos os acionistas de uma mesma classe[7], mediante realização de oferta pública. Tal corrente entende ser o prêmio um bem da companhia, o qual deve ser socializado entre os acionistas minoritários, e é defendida por autores como WALD[8], TEIXEIRA e GUERREIRO[9] e CARVALHOSA, o qual teria resumido seu entendimento da seguinte forma:

---

[4] SALAMA, Bruno Meyerhof; e PRADO, Viviane Muller Prado. *Proteção aos Acionistas Minoritários no Brasil: Breve Histórico, Estrtutura Legal e Evidências Empíricas*. Artigos Direito GV, Vol. 63, Dez. 2010, p. 4.
[5] Pela Lei Federal nº 9.457, de 17.12.1997 ("Lei 9.457/97").
[6] Pela Lei Federal n 10.303, de 31.10.2001 ("Lei 10.303/01").
[7] Para análise crítica sobre as possíveis forma de tratar o sobrepreço na alienação de controle, ver: LOBO, Jorge. *Tag Along*: *Uma análise à Luz da Escola do Realismo Científico*. Revista EMERJ, Vol. 14, nº 55, p. 240-260. Rio de Janeiro, Jul./ Set. 2011, p. 242.
[8] WALD, Arnoldo. *A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas*. Revista da CVM, 4/2, n. 13, 1986.
[9] TEIXEIRA, Egberto Lacerda; e GUERREIRO, Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushastsky, 1979, 1ª Ed., Vol. 2, p. 743.

> "(...) o acionista minoritário, embora normalmente não tome a iniciativa de promover a capitalização da sociedade, empresta seu esforço para tal mister; ademais, esse tipo de acionista experimenta os efeitos da política de autocapitalização de companhia, usualmente realizada pelo controlador. É, portanto, **compartícipe da valorização patrimonial da empresa, merecendo portanto tratamento igualitário, quando da alienação de seu controle**."[10] *(Grifamos)*

A teoria que prevaleceu no Brasil para tratamento do *tag along* está mais alinhada com as ideias defendidas por BERLE e MEANS, defensores da ideia de que o controle seria da companhia e, assim, haveria ilicitude na apropriação do prêmio de controle pelo controlador[11].

Entretanto, ao longo da evolução legislativa sobre o tema, observamos outras maneiras de avaliar a questão. No Brasil, ao menos duas outras correntes doutrinárias trataram do tema de forma diversa.

A primeira delas sustenta que o prêmio de controle deveria ser rateado entre todos os acionistas da companhia (independentemente da classe) e não apenas dos acionistas com direito a voto, por tratar-se de bem comum a todos, verdadeiro bem intangível, ativo social da companhia. Para CALIXTO, o sobrevalor deveria ser estendido a todos os acionistas, pois:

> (...) em se tratando de companhia aberta ou fechada, se o sobrevalor foi atribuído à companhia pelo novo controlador, isso significa que esse é o valor de mercado da companhia ou a sua perspectiva de rentabilidade. Ora, reconhecer esse fato nada mais é do que admitir que o valor de controle pertence à companhia. Se não deve ser pago a ela, como defendido no clássico ensaio Berle e Means, ao menos deve ser repartido entre todos os acionistas[12].

A segunda teoria, defendida originalmente pelos próprios autores do Anteprojeto da Lei das S.A., LAMY e BULHÕES, entende que o prêmio de controle pertenceria exclusivamente aos controladores, pois, conforme resumido por LOBO, o *"preço das ações integrantes do bloco de controle corresponde à soma do valor econômico das ações cedidas e transferidas aos adquirentes e do prêmio atribuído ao poder de comandar os destinos da companhia aberta"*[13].

Tal vertente está mais alinhada com teoria de regulação da matéria pelo mercado, a qual considera a melhor alternativa a de maior liberdade possível no mercado de controle acionário, que seria acomodado via estabelecimento de preço. Esse seria o entendimento, por

---

[10] TEIXEIRA, Egberto Lacerda; e GUERREIRO, Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushastsky, 1979, 1ª Ed., Vol. 2, p. 743. *Apud*: CARVALHOSA, Modesto. Oferta Pública de Aquisição de Ações, tese, São Paulo, 1978, p. 142-143.

[11] BERLE, Adolf. A.; e MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Brunswick, London: Transaction Publishers, 1999.

[12] SALOMÃO FILHO, Calixto. *Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas. O novo Direito Societário*. 2ª Ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2002, p. 124.

[13] LOBO, Jorge. *Tag Along*: *Uma análise à Luz da Escola do Realismo Científico*. Revista EMERJ, Vol. 14, nº 55, p. 240-260. Rio de Janeiro, Jul. / Set. 2011, p. 252.

exemplo, de EASTERBROOK E FISCHEL[14]. Outra vertente também defenderia a liberdade de alienação de ações do controlador a qualquer pessoa que se disponha a adquiri-las, pelo preço estipulado livremente, mas apresentaria hipótese de restrição a essa liberdade em certas situações. As hipóteses que sofreriam restrições seriam aquelas que, por si só seriam ilícitas, ou causariam danos aos minoritários da companhia. Essa teoria mais restritiva seria defendida por JENNINGS, MARSH e COFEE[15].

Como observado, a doutrina é bastante divergente e existem, também, inúmeros estudos sobre (in)eficiência econômica do *tag along* que também merecem destaque[16]. Contudo, o presente trabalho busca avaliar um problema mediato: a dificuldade de interpretação das hipóteses em que seria obrigatória a OPA por alienação de controle, da forma como previsto no artigo 254-A[17].

Destacamos que um dos fatores responsável pela insegurança em relação à matéria é a falta de sólidos contornos do conceito de controle para fins de alienação que prejudica a delimitação das hipóteses de incidência da norma. Assim, buscar-se-á, na presente dissertação, avaliar se tal insegurança pode ser consequência de imprecisão quanto à função específica pretendida pelo artigo 254-A ou da falta de alinhamento entre a norma e sua função. Cumpre destacar que o termo "função", para fins deste trabalho, deve ser entendido conforme a Teoria da Norma Jurídica de BOBBIO como: o "*fim a que se propõe alcançar aquele que a [proposição] pronuncia*"[18].

Acredita-se que, com a delimitação da funcionalidade da norma, será possível identificar a *fattispecie* de controle a ser adotada pelo regime da OPA obrigatória do artigo 254-A, tornando a identificação das hipóteses que tornariam a oferta obrigatória mais fácil.

---

[14] EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991.

[15] JENNINGS, R.W., MARSCH, H.; COFEE, J. C. *Securities Regulation. Cases and Material*, 5th Ed., New York: The Foundation Press, Inc., 1990, p. 655 e segs.

[16] Ver, por exemplo: (i) MASSARI, Mario; MONGE, Vittorio; e ZANETTI, Laura. *In*: *Control premium in the presence of rules imposing mandatory tender offers: can it be measured?* IAFC Universita Bocconi. Working Paper, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=683277>. Acesso em 22.04.2016; (ii) JURFEST, Sonia P.; PAREDES, Ricardo D.; e RIUTORT, Julio. *In*: *Control Premium and Corporate Regulatory Changes: Theory and Evidence* (January 7, 2015). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2548700> Acesso em 22.04.2016; (iii) EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991; e (iv) BEBCHUK, Lucian Arye. *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*. *In: The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 109, nº 4, p. 957-993, Harvard Law School, November 1994, dentre outros.

[17] Nesse sentido, ver resumo completo dos julgados pela CVM sobre o tema nos *Apêndices II-III* ao presente trabalho.

[18] BOBBIO, Norberto. *Teoria da Norma Jurídica*. Trad. Fernando Pavan Baptista e Ariane Breno Sudatti. Bauru: EDIPRO, 2001, p. 75.

Duas considerações podem ser feitas de antemão. Diversas interpretações recentes a respeito do artigo 254-A, proferidas pela CVM, tendem a: (i) não priorizar a interpretação da matéria pela sua função "original" pretendida pela disciplina (tratamento igualitário entre os acionistas); e (ii) "aproveitar" o conceito de controle a ser utilizado segundo o previsto no artigo 116, da Lei das S.A., cuja função está atrelada ao regime de deveres e responsabilidade dos administradores e não ao regime de alienação de controle.

Em análise preliminar, é possível afirmar que haveria disparidade entre, de um lado, os argumentos utilizados mais recentemente pela CVM sobre a função a ser perseguida pelo artigo 254-A e, de outro, as discussões sobre a função proferidas ao longo da tramitação da Lei das S.A. e modificações do aludido dispositivo legal nos anos subsequentes.

As discussões sobre a função pretendida pelo *tag along*, no âmbito da Lei das S.A., desde seu Anteprojeto, tiveram por objetivo garantir o tratamento igualitário aos acionistas.

Discutiu-se a melhor forma de se disciplinar o valor a ser atribuído às ações do controlador em situações de alienação de controle, prevalecendo o entendimento de que o "sobrevalor" advindo da venda do bloco de controle deveria ser distribuído a todos os acionistas, pois tal ganho pertenceria a todos (conforme previsto na redação do artigo 254) ou ao menos a todos os acionistas de uma mesma classe (conforme redação do artigo 254-A) e não apenas ao acionista controlador[19]. Ou seja, o tema foi tratado como mecanismo de compensação econômica.

Contudo, o argumento de tratamento igualitário não é o argumento preponderante na interpretação da CVM sobre a função a ser pretendida pela Lei das S.A. e sim o de *"compensação pela quebra de estabilidade do quadro acionário"*, conforme observado no voto do Diretor Pedro Marcilio no Caso CBD[20] e amplamente discutido em casos posteriores[21]:

> (…) 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'. *(Grifamos)*

---

[19] BERTOLDI, Marcelo M. *O poder de controle nas sociedades anônimas – alguns aspectos*. *Scientia Iuris*, v.7/8 (2003/2004), p. 63.
Disponível em: <http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/iuris/article/view/11102/9815>. Acesso em: 08.06.2016.

[20] Processo CVM nº RJ 2005/4069, Companhia Brasileira de Distribuição ("CBD"), j. em 11.04.2006.

[21] Como, por exemplo, no: (i) Caso Copesul (Processo CVM RJ2007/7230, Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL, j. em 11.07.2007); e (ii) Caso Usiminas (Processo RJ-2011-13706, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - Usiminas, j. em 02.02.2012.), dentre outros.

Em outras palavras, tal argumentação defenderia a OPA obrigatória em vista de entrada de terceiro estranho ao quadro acionário, cuja interferência deveria ser compensada. O Diretor Eli Loria corroborou a referida argumentação, conforme proferido em seu voto no Caso Copesul:

> Tal questão ganha ainda mais perspectiva se verificarmos que **o próprio fundamento da OPA**, a sua razão de ser, está no **resguardo do direito dos acionistas não controladores de se retirarem de uma companhia que, uma vez controlada por pessoa diversa da que o fazia antes, já não representa seus interesses**. *(Grifamos)*

No entanto, como será observado no *Capítulo II*, a seguir, não foram esses os princípios debatidos ao longo da discussão do tema em nosso ordenamento, cuja discussão foi restrita ao princípio do tratamento igualitário e de compensação financeira devida aos minoritários.

O argumento da *"manutenção da estabilidade do quadro acionário"* garante a venda das ações por um preço determinado em lei, mesmo efeito prático da tese que prevaleceu em nosso ordenamento da inclusão do *tag along* como forma de garantia do tratamento igualitário[22]. Entretanto, a análise do conceito de controle será impactada a depender da função proposta pela norma e, consequentemente, os contornos da fattispecie controle a ser determinada pela Lei societária.

Para a tese defendida pela CVM a qual estabelece que a função do artigo 254-A como *"compensação pela quebra de estabilidade do quadro acionário*", o conceito de controle estaria ligado diretamente à noção de estabilidade, cuja comprovação é bastante conflituosa e caso a caso. Por outro lado, a ideia do tratamento igualitário, no entanto, está muito mais focada na apropriação do "sobrevalor" pelo acionista controlador[23], cuja estabilidade não seria a princípio a maior preocupação na definição do conceito de controle.

Assim, o objetivo do presente trabalho seria realizar estudo da função pretendida pelo artigo 254-A não apenas pela importância de se entender o fim ulterior pretendido por tal disciplina, mas principalmente por ser o estudo da funcionalidade do artigo 254-A peça fundamental na delimitação dos contornos do conceito de controle aplicável ao referido artigo.

---

[22] Sob a argumentação de que o sobrevalor gerado com a alienação deveria ser distribuído a todos.

[23] Inclusive, a noção de instabilidade é inerente à sociedade anônima, cuja característica marcante seria justamente a de instrumento de associação de acionistas.

É justamente a falta de delimitação a responsável por diversos questionamentos em torno da obrigatoriedade ou não de lançamento de OPA por alienação de controle, especialmente nos casos de controle compartilhado, causa de insegurança jurídica na disciplina da matéria.

Reitera-se que a relação entre a *fattispecie* de controle contido no artigo 254-A e a função pretendida por tal artigo é intrínseca à forma como a Lei das S.A. regulou o exercício do controle, observado como fenômeno social[24] e essencial para adequada aplicação da disciplina.

Ao tratar-se o controle como situação de fato que pode se manifestar das mais diversas formas (e.g. controle majoritário, compartilhado, minoritário, dentre outras), observa-se que a Lei das S.A. delimitou os contornos da *fattispecie* "controle" a ser empregada[25] na aplicação de determinada hipótese legal justamente pela função pretendida pela norma[26]. Ou seja, a depender do objetivo pretendido, o ordenamento busca regular manifestação específica do controle.

Atualmente, prepondera o entendimento do Colegiado da CVM de que a *fattispecie* de controle a ser considerada na aplicação do artigo 254-A seria manifestada mediante a titularidade de 50% + 1 ações do capital social com direito à voto[27]. Além disso, "utiliza-se" o conceito de acionista controlador do art. 116 para atingir referida interpretação, sem levar em consideração que tal definição de acionista controlador admite o exercício do controle mediante a titularidade de menos da maioria das ações com direito a voto.

Cumpre, assim, analisar se a referida interpretação de acionista controlador seria a mais adequada em vista da função pretendida pelo artigo 254-A da Lei das S.A. e, se seria o conceito contido no artigo 116 o mais adequado para regular tal disciplina ou se a delimitação de forma específica de *fattispecie* controle para fins de OPA seria mais adequada. Nesse sentido, buscar-se-á questionar a disciplina da matéria no nosso ordenamento, além de analisar o regramento da matéria em outros países a fim de se investigar outras possíveis

---

[24] Como observa ASCARELLI, sendo o controle situação de fato capaz de constituir o pressuposto da aplicação de determinadas normas não deve ser ele ser desconsiderado pelo direito, mas tratado como *conditio juris*. (ASCARELLI, Tulio. *Riflessioni in Tema di Titoli Azionari e Società tra Società*. *In*: *Banca, Borsa e Titoli di Crédito*, 1952, I, p. 385, nos *Studi in onore di Alfredo De Gregorio*, e reproduzido com modificações em *Sagi di Diritto Commerciale,* Milão, 1955, p. 219 e ss).

[25] COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 69.

[26] Como reconhece COMPARATO, "*[d]efinições de hipóteses legais e incidência ligam-se a disciplina do ponto de vista funcional*". COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. cit*., p. 69.

[27] Ne sentido, analisar os *Apêndices II-III* ao presente trabalho.

formas de regular o tema. O intuito é questionar se a redação atual prevista pelo artigo 254-A poderia ser aprimorada, em vista da funcionalidade pretendida pela norma.

1.2. Plano da Dissertação

Para tanto, o *Capítulo II – Fundamentação e Funcionalidade do artigo 254-A* será responsável por realizar o estudo histórico da funcionalidade do artigo 254-A, desde as primeiras manifestações sobre o *tag along* no ordenamento brasileiro, antes mesmo da elaboração da Lei das S.A. O objetivo é entender a forma pela qual tal mecanismo foi inserido em nosso ordenamento, tendo em vista que as discussões específicas sobre a funcionalidade do artigo 254-A, em especial em sua aplicação prática pela CVM, têm sido pouco aprofundadas. O *Capítulo II* será responsável por analisar toda discussão legislativa e doutrinária que culminou na redação atual do artigo 254-A. Parte-se da premissa de que a definição da funcionalidade do artigo 254-A pode auxiliar no contorno do conceito de controle a ser adotado para caraterização das hipóteses de alienação do poder de controle sujeitas à OPA obrigatória de alienação de controle.

Além disso, no *Capítulo III – Funcionalidade e Estrutura da Norma sobre OPA Obrigatória em Outros Ordenamentos*, será feita análise da regulação do tema em outros países, na tentativa de verificar se o "tratamento igualitário" entre os acionistas, função defendida por nosso direito pátrio, é tendência internacional que justificasse o lançamento de oferta pública obrigatória de ações. Com base em tabela comparativa, constante no *Apêndice I – Tabela de Direito Comparado*, analisaremos as hipóteses fáticas que exigem a realização de oferta pública obrigatória, como forma de entender se a funcionalidade seria a mesma no Brasil e a forma como a funcionalidade impactou a estrutura da referida norma nos demais países. Adicionalmente, será feita análise mais aprofundada de países que influenciaram o direito brasileiro com mais proeminência, além de países que foram alvos de mudança recente em sua legislação sobre o tratamento do tema, a fim de avaliar as justificativas que levaram à alteração da legislação e da estrutura da norma.

Na sequência, no *Capítulo IV – Estudo de Casos da CVM*, após estabelecimento da funcionalidade pretendida pelo artigo 254-A da Lei das S.A. e contribuições analíticas de direito comparado, será feita tentativa de sistematização dos casos analisados pela CVM sobre o tema, bem como dos eventos que levaram ao lançamento da OPA por alienação de controle

nas ofertas dos últimos 11 anos ("OPAs Registradas"). O estudo empírico tem como objetivo estabelecer pontos em comum considerados pela autarquia no estabelecimento do conceito de alienação de controle. O resumo completo dos julgados pode ser analisado no *Apêndice II* e *III* e das OPAs Registradas no *Quadro Resumo das OPAs por Alienação de Controle Registradas desde 2006 – Apêndice IV*. O objetivo do *Capítulo IV* é identificar o conceito de controle utilizado pela CVM na análise dos casos práticos.

Observa-se, de antemão, que o resultado de tal sistematização não foi satisfatório quanto à delimitação do conceito de controle utilizado pela CVM para fins do artigo 254-A. As discussões sobre o tema trataram da aplicação do artigo de forma superficial e sem aprofundamento sobre sua funcionalidade, partindo-se da premissa de que alienação de controle para fins do artigo 254-A seria sinônimo de alienação de posição acionária majoritária. Entretanto, o próprio Colegiado da CVM reconheceu que tal aplicação restrita merece questionamentos[28]. Alguns casos analisados pela autarquia tratam de situações limítrofes (e.g. acionistas não detentores da maioria das ações com direito a voto, mas titulares de vetos em acordo de acionistas que alienaram suas ações), em que se questiona a aplicação do entendimento da CVM frente à questão de efetivo exercício do controle. Dessa forma, o *Capítulo IV* tem como objetivo definir as principais inconsistências sobre o tema, a fim de identificar pontos cruciais de discussão e necessário aprofundamento.

Diante da falta de resultados significativos do estudo de casos (*Capítulo III*), capazes de delimitar o conceito de controle a ser utilizado na interpretação do artigo 254-A, bem como de insatisfação frente a utilização do critério da titularidade da maioria das ações com direito a voto para este fim, sobretudo em aparente disparidade com a função de "garantia do tratamento igualitário", o *Capítulo V – Análise de Hipóteses Teóricas de Alienação de Controle* é responsável por testar a aplicação do artigo 254-A, da forma como está redigido, a diversas situações limítrofes. O intuito é questionar a aplicação do artigo 254-A, da forma como tem sido interpretado, ou seja, exclusivamente a hipóteses de alienação de mais de 50% das ações com direito a voto, bem como testar a aplicação da norma a outras hipóteses limítrofes ainda não analisadas pela CVM. Indaga-se se tal entendimento seria compatível

[28] Como, por exemplo, em manifestações da Diretora da CVM Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, no Caso TIM (Processo CVM nº CVM RJ 2009/1956, TIM Participações S.A., j. em 15.07.2009) e do Diretor Eli Loria, no Caso Copesul (Processo CVM RJ2007/7230, Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL, j. em 11.07.2007), resumidos no *Apêndice III* ao presente trabalho.

com a funcionalidade do *tag along* em nosso ordenamento, diante da complexidade em que o controle societário tem se desenvolvido em nosso mercado de capitais.

Por fim, no *Capítulo VI – Síntese Conclusiva e Considerações de* Lege Ferenda, buscar-se-á levantar questionamentos necessários, dado que o ambiente sobre o assunto é de instabilidade. Ainda que o entendimento prevalecente na CVM – de que os eventos de alienação de controle estariam restritos às hipóteses de transferência da maioria das ações com direito a voto – garanta aparente estabilidade para o intérprete, tal posição não é pacífica e não está pautada em comando legal definido, tampouco no entendimento majoritário da doutrina sobre a função a ser desenvolvida pelo artigo 254-A. A própria CVM já apresentou problematização a esse respeito[29]. No último *Capítulo* da presente dissertação, buscar-se-á analisar a questão de outra forma, especialmente após ter sido desenvolvido estudo de situações teóricas que podem vir a ser alvo de análise pela CVM e com exemplos de outras estruturas de direito comparado.

[29] Manifestação da área técnica no Caso Aracruz (Processo CVM nº RJ 01/10329, Aracruz Celulose S.A., j. em 19.02.2002) e indagações *lege ferenda* realizadas pelo Diretor Eli Loria no Caso CBD (Processo CVM nº RJ 2005/4069, Companhia Brasileira de Distribuição, j. em 11.04.2006).

CAPÍTULO II
FUNDAMENTAÇÃO E FUNCIONALIDADE DO ARTIGO 254-A

> *"O tag along visa à proteção aos minoritários na alienação de controle da companhia aberta. Este é o mito; a realidade, todavia, é outra (...)*[30]*"*
>
> Jorge Lobo

Como observa COMPARATO, o poder de controle é um fenômeno social e, como tal, "*o seu exercício, em qualquer sociedade, nem sempre se ajusta ao modelo normativo*.[31]" Nesse sentido, ASCARELLI[32] reconhece que o controle não constitui relação jurídica típica, mas situação de fato, que pode derivar de várias relações jurídicas.

No entanto, apesar de ser fenômeno social complexo, ASCARELLI não o entende como noção juridicamente irrelevante ou meramente econômica. Ao contrário, o referido autor interpreta o controle como situação de fato capaz de constituir o pressuposto da aplicação de determinadas normas, ou seja, uma *conditio juris*[33].

Dessa forma, as mais diversas maneiras de manifestação do poder de controle (e.g. controle majoritário, minoritário, externo, etc) seriam incorporadas ao ordenamento e reconhecidas como *conditio juris*, na tentativa de disciplinar o exercício de tal fenômeno social de acordo com a função pretendida pela norma.

Ou seja, a *fattispecie* "controle" a ser empregada em determinada hipótese legal é estabelecida a partir da função a ser desenvolvida por referida norma[34]. Como reconhece COMPARATO, "*[d]efinições de hipóteses legais e incidência ligam-se a disciplina do ponto de vista funcional*[35]".

---

[30] LOBO, Jorge. *Tag Along: Uma análise à Luz da Escola do Realismo Científico*. Revista EMERJ. Vol. 16, nº 55, p. 240-260, Jul. / Set., 2011, p. 240.
[31] COMPARATO, Fabio Konder; e SALOMÃO Filho, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 6ª Ed., 2014, p. 39.
[32] ASCARELLI, Tulio. *Riflessioni in Tema di Titoli Azionari e Società tra Società*. *In*: *Banca, Borsa e Titoli di Crédito*, 1952, I, p. 385, nos *Studi in onore di Alfredo De Gregorio*, e reproduzido com modificações em *Sagi di Diritto Commerciale,* Milão, 1955, p. 219 e ss.
[33] ASCARELLI, Tulio. *Op. Cit*., p. 219 e ss.
[34] COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit*., p. 69.
[35] *Idem. Ibidem*. p. 58.

A lei societária pátria adotou noções distintas de controle para diferentes hipóteses de incidência legal, sem, contudo, diferenciar a linguagem entre elas. Os termos "acionista controlador" e "poder de controle" são empregados de diversas formas ao longo da lei societária[36], sendo ponto de convergência semântica de manifestações particulares do conceito geral de poder de controle, apesar de tais manifestações específicas representarem funcionalidades distintas e derivarem de relações jurídicas diversas.

Diante desta convergência semântica, é essencial o estudo da funcionalidade do artigo 254-A de forma a se entender qual *fattispecie* de controle que seria disciplinada pelo ordenamento jurídico no regime das OPAs obrigatórias por alienação de controle. Com a determinação da função a ser desenvolvida pela norma, será possível delimitar qual *fattispecie* de controle a ser aplicada e evitar situação de insegurança jurídica na aplicação do artigo 254-A.

Para tanto, será feito o estudo do histórico da disciplina em nosso ordenamento em relação à sua função, bem como estudo da *fattispecie* de controle específica de controle a ser observada no artigo 254-A e sua relação com a disciplina do artigo 116 da Lei das S.A.

2.1. Histórico do dispositivo na Lei das S.A. em relação à sua função

Como observado acima, inicia-se a presente dissertação com a tentativa de reconstrução histórica da funcionalidade pretendida pelo artigo 254-A, mediante análise das discussões aos longo das diversas modificações legislativas sobre o tema.

O tratamento dado ao acionista controlador e acionistas minoritários na alienação de controle foi alvo de diversas incursões legislativas, sendo a disciplina regulada inicialmente pelo artigo 254 da Lei das S.A., em sua redação original, posteriormente excluída e, por fim, regulada pelo atual artigo 254-A da Lei das S.A.

Como tentativa de sistematizar a evolução do tema, serão apontados marcos temporais na legislação, acompanhados de entendimentos doutrinários relevantes correspondentes.

[36] Por exemplo: (i) o artigo 116 indica o conceito de acionista controlador para estabelecer seus deveres; (ii) o artigo 137 utiliza-se da ideia de controle para fins de estabelecimento do direito de retirada (prevendo, inclusive, a possibilidade de controle exercido por sociedade controladora); (iii) o artigo 118, sobre acordo de acionistas, impede que o acionista se exima de responsabilidade no exercício do poder de controle, dentre outros.

a) Projeto de Lei nº 1.042, de 22.11.1972 ("PL 1.042") – Dep. Herbert Levy[37]:

O primeiro marco legislativo sobre o tema ocorreu antes mesmo da tramitação da Lei das S.A. e da inclusão do artigo 254. Em 1972, o deputado Herbert Levy apresentou o PL 1.042, cujo objetivo seria o *"estabelecimento de proteção aos acionistas minoritários"* na alienação de controle. O aludido projeto propôs a obrigação de oferecimento aos minoritários de "*preço igual ao estabelecido para as ações do grupo ou grupos majoritários*." Além disso, na hipótese de não ser adquirida a totalidade das ações da companhia, o PL 1.042 garantiria aos minoritários bonificação em dinheiro, à título de indenização[38].

Para o autor do projeto, seria necessário proteger o interesse dos acionistas minoritários nas negociações com grupos externos fora de seu conhecimento e consentimento, pois os minoritários deixariam de "*perceber ágios avultados pagos pelas ações*", bem como seriam *"onerados com esses ágios que são amortizados em exercícios sucessivos, reduzindo a capacidade da empresa de pagar dividendos e bonificações, aumento o prejuízo dos acionistas"*.

A justificativa para inclusão de regulamentação sobre o tema pautou-se no princípio do tratamento igualitário dos acionistas, cuja função seria garantir o retorno econômico entre os acionistas, na hipótese de alienação de controle. Esse também foi o entendimento da Comissão de Constituição e Justiça ("CCJ"), conforme Relatório em 15.08.1973 ("Relatório CCJ"), que defendeu o PL 1.042 e sustentou a ideia de proteção aos minoritários *"em face do poder discricionário da maioria"*.

Em 30.05.1974, ainda em linha com a tutela do tratamento igualitário aos acionistas, em resposta às manifestações da Associação Comercial de Minas e também da CCJ, o autor do PL 1.402 apresentou substitutivo ao projeto inicial, para refletir algumas alterações sugeridas pelas referidas organizações, como a necessidade de dar publicidade aos atos de alienação de controle[39] e a determinação de que são os adquirentes do controle os responsáveis por pagar o preço por ação ou a indenização mencionada acima em caso de alienação de controle e não a companhia, por exemplo, como havia questionado a CCJ.

---

[37] Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1190024&filename=Dossie+-PL+1042/1972> Acesso: 01.04.2016.

[38] O valor da indenização seria determinado pela "*diferença entre o preço do dia da ação na Bolsa da praça em que se realizar a transação e o preço de compra estabelecido, de modo que cada ação tenha o mesmo valor.*"

[39] A CCJ justificou a necessidade de publicidade como forma de *"obstar que o preço efetivo da venda de controle acionário possa vir a ser dissimulado, aparecendo para o público um valor para a transação inferior ao real, com evidente prejuízo para o minoritário (...)"*.

Apesar de diversas manifestações favoráveis ao projeto, houve manifestação contrária ao PL 1.042 como, por exemplo, o entendimento da Comissão de Economia da Câmara dos Deputados, proferido em 08.10.1973, o qual entendeu ser o projeto contra a própria estrutura das sociedades anônimas, pois impõe restrições à circulação das ações, além da obrigação ao adquirente de pagar bonificação pelas ações dos minoritários não adquiridas no ato de compra e venda, o que não encontraria fundamento na natureza jurídica do ato de compra e venda de ações[40]. Segundo tal entendimento, o adquirente só poderia pagar o preço da ação e jamais a indenização por algo que não recebeu.

O PL 1.042 não foi bem sucedido, sendo arquivado pela Mesa Diretora da Câmara, em 08.03.1975. No entanto, foi o primeiro a trazer reflexão sobre o tema no âmbito legislativo e demonstrou que a função inicial para inclusão do *tag along* no sistema brasileiro era justamente a de garantir o tratamento igualitário aos acionistas minoritários no que se refere à paridade econômica oferecida a eles em situação de alienação do controle, além de garantir a publicidade dos atos e acesso à informação pelas acionistas minoritários, como forma de evitar abusos do controlador.

b) Projeto de Lei nº 2.559, de 31.03.1976 ("Projeto de Lei das S.A.") – Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira Lei das S.A.:

O segundo recorte temporal é o Projeto de Lei das S.A., desde seu Anteprojeto até a promulgação da Lei das S.A., com a indicação do dispositivo regulando a matéria, no artigo 254, como será analisado a seguir.

b.1. Exposição de Motivos do Anteprojeto e Anteprojeto:

Em primeiro lugar, destaca-se o conteúdo da própria Exposição de Motivos do Anteprojeto da Lei das S.A. Dentre as seis diretrizes principais a serem seguidas pelo Anteprojeto das Lei das S.A., uma delas ressaltou expressamente a necessidade de proteção aos minoritários e de garantia do princípio igualitário, como balizador das operações de alienação de controle (ou *"transações que envolvam uma parcela substantiva de transferência do capital votante"*[41]).

---

[40] Conforme Manifestação proferida pela Comissão de Economia da Câmara dos Deputados, em 08.10.1973.
[41] LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* 1ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 142.

Segundo a Exposição de Motivos, a função pretendida pela lei nessas situações deveria ser a de assegurar mecanismos que impedissem que as ações dos acionistas majoritários atingissem um *"potencial muito superior ao de cada ação do minoritário"*[42]. Para tanto, a Exposição de Motivos, em linha do apresentado anteriormente pelo Deputado Herbert Levy, apontou a necessidade de estabelecimento de um sistema de oferta pública obrigatória nas hipóteses de alienação de controle de companhias abertas.

b.2. Exposição de Motivos do Projeto de Lei das S.A. e Projeto de Lei das S.A.:

Na sequência[43], contudo, a Exposição de Motivos do Projeto de Lei, elaborada pelos autores do Anteprojeto (já refletindo diversos comentários que modificaram o Anteprojeto inicial), indicou, na Seção VI – Alienação de Controle, posição diversa sobre o tema.

O dispositivo apresentou a ideia de que toda a economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que os asseguram. Ou seja, o valor de controle estaria vinculado a ideia do poder de determinar o destino da empresa e definir suas políticas, enquanto o valor das ações resultaria de direitos, como o de participar nos lucros e no acervo líquido da companhia. Afirmou-se ser notório o regime especial a que está sujeito o acionista controlador, em especial, suas responsabilidades. Assim, seria incoerente, para efeitos de transferência, não permitir que o mercado lhe atribuísse valor econômico.

Dessa forma, segundo o novo entendimento, a transferência de controle não implicaria qualquer tipo de tutela a direito de acionistas minoritários e poderia, em tese, ser realizada a qualquer preço[44]. Para tal posição, o referido princípio do tratamento igualitário indicado na Exposição de Motivos não estaria prejudicado, pois prevaleceria o entendimento de que as ações do controlador teriam valor especial dado o regime diferenciado a elas atribuído. Assim, não seriam tais ações equivalentes às demais nesse sentido, não sendo necessário a garantia de preço igualitário em hipótese de alienação de controle.

---

[42] LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* 1ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 142.

[43] O Anteprojeto foi objeto de deliberação formal em reunião do Conselho de Desenvolvimento Econômico, de 27.06.1976 que, após algumas modificações, foi remetido como Projeto de Lei ao Congresso, pela Mensagem nº 204, de 02.08.1976.

[44] Salvo em hipótese de transferência de controle para outra companhia que, em seguida, incorporaria a companhia controlada com sua extinção, pois os acionistas minoritários poderiam, dependendo das bases da operação, suportar parte do custo de aquisição.

O tema da transferência de controle foi alvo de duas Emendas, uma de autoria do já mencionado Deputado Herbert Levy, nos mesmos termos do apresentado no PL 1.042 não aceito pelo Senado, e a segunda de autoria do senador Otto Cyrillo Lehman ("Emenda Lehman"), responsável pela inclusão da redação do artigo 254.

A inclusão do artigo 254 foi entendida como positiva, em defesa dos minoritários, especialmente diante do contexto histórico, à época, de concentração das instituições financeiras, mediante alienação de bancos a outros por *"preço unitário várias vezes superior ao das ações minoritárias, para em seguida incorporá-lo.*[45]*"*

Segundo entrevista concedida à Revista Capital Aberto[46], o próprio Senador, autor da Emenda Lehman, justificou a inclusão do *tag along* como ferramenta necessária para manutenção do tratamento igualitário. Segundo o então Senador, diversos de seus clientes, à época, queixavam-se da *"situação lamentável que se repetia quando uma empresa era vendida. Os acionistas minoritários não ganhavam nada e tinham que se acertar com o novo dono"*.

O Senador reportou-se diretamente à orientação original do Poder Executivo sobre a matéria, consubstanciada na Exposição de Motivos CDE-14, de 25.06.1976, elaborada pelos então ministros da Fazenda e do Planejamento, a qual apontava como preocupação governamental o estabelecimento de mecanismos que impedissem que cada ação do majoritário possuísse um valor potencial muito superior ao de cada ação do minoritário[47].

Parte da doutrina acompanhou esse entendimento como, por exemplo, WALD:

> [A] oferta pública prevista no art. 254, embora represente um ônus para o adquirente do controle, pode ser saudável por representar o veículo através do qual o valor do controle é distribuído entre todos os acionistas com direito a voto.[48] *(Grifamos)*

O Projeto de Lei das S.A. foi aprovado pelo Congresso Nacional e encaminhado para sanção do Presidente da República, acompanhado de mensagem dos autores do Anteprojeto,

---

[45] Trecho da Carta encaminhada ao então Ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen, pelos autores do Anteprojeto da Lei das S.A., Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, em 8.11.1976.

[46] Revista Capital Aberto. Publicação Especial. 30 anos da Lei das S.As. As histórias, reformas e controvérsias que marcaram as três décadas da legislação societária brasileira. Jul. 2006, p. 35.

[47] Essa mesma preocupação foi refletida no II Programa de Nacional de Desenvolvimento ("PND"), que estabeleceu como diretriz para reforma da lei societária, que se: *"deve evitar que cada ação dos majoritários possua valor de Mercado superior a cada ação do minoritário."*

[48] WALD, Arnoldo. *A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas*. Revista da CVM, 4/2, n. 13, 1986.

LAMY e BULHÕES[49], destinada ao então Ministro da Fazenda, por meio da qual solicitavam veto sobre o dispositivo que incluía o *tag along* em nosso ordenamento.

Os autores enfatizaram, na referida Carta, ao contrário do que propunha a Emenda Lehman, que a inclusão do *tag along* definiria um *"novo direito dos acionistas de companhia aberta"*, que seria incompatível com a própria natureza da sociedade anônima, pois acarrateria situação de verdadeira comunhão dos acionistas em todas as ações do capital social. Para os autores, os acionistas das sociedades anônimas teriam direito à participação nos resultados ou no acervo das própria sociedades, mas inexistiria direito a preço pelo qual cada acionista vende as ações de seu próprio patrimônio, sob pena de eliminar *"característica fundamental do modelo de sociedade anônima, que explica seu sucesso como instrumento para associar milhares de acionistas à mesma empresa."* Além disso, sustentaram que a venda das ações do controle da companhia não traria de forma incontestável prejuízo aos acionistas que não vendessem suas ações[50].

O centro da discussão de proteção aos minoritários está inteiramente relacionado à proteção do ponto de vista econômico. Ambas as posições (favoráveis ou contrárias à Emenda Lehman) analisaram a questão sob a perspectiva do valor das ações e do tratamento a ser dado ao sobrepreço advindo com a venda do controle. O pensamento que prevaleceu, refletido na Lei das S.A., foi o de que a defesa dos minoritários deveria ser feita em todos os casos de alienação de controle, com a obrigatoriedade de lançamento de OPA por alienação de controle, pois o sobrepreço resultante da alienação pertenceria a todos os acionistas e não apenas ao controlador.

A diferença entre essa posição e a defendida pelos autores do Anteprojeto seria que, para LAMY e BULHÕES, a lei deveria coibir apenas as situações de abuso na transferência de controle (como, por exemplo, nos casos de concentração das instituições financeiras que estavam ocorrendo à época), mediante mecanismo (artigo 255, I) que prevê aprovações prévias das autoridades competentes em casos específicos sem restringir o valor pelo qual as ações seriam alienadas. A obrigatoriedade de OPA por alienação em todos os casos, nesse

---

[49] Carta encaminhada ao então Ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen, pelos autores do Anteprojeto da Lei das S.A., Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, em 8.11.1976.

[50] Para os autores, a situação enfrentada pelas instituições financeiras à época traria particularidades relacionadas: (i) ao processo de concentração de instituições financeiras, mediante incorporações e fusões; e (ii) ao valor das licenças ou autorizações para a exploração de serviços financeiros. Tais peculiaridades seriam as causas de prejuízo sofrido pelos minoritários das referidas instituições financeiras que passaram a ter seu controle alienado. No entanto, para os autores, tais efeitos seriam mitigados pelo proposto artigo 255, §1º, ao defender a *"autoridade competente para aprovar a alienação de controle que zela pelos direitos de participação dos acionistas minoritários nos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar"*. (Trecho da Carta encaminhada ao então Ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen, pelos autores do Anteprojeto da Lei das S.A., Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, em 8.11.1996).

sentido, seria contrária aos preceitos de instituição das sociedades anônimas como mecanismo de associação de acionistas em torno da mesma empresa.

Como observado acima, para os autores do Anteprojeto, a Lei das S.A. não teria como função determinar o preço de venda das ações, sendo inerente ao funcionamento das sociedades anônimas a liberdade do acionista de vender as ações de seu patrimônio a seu critério. Deveria ser reconhecida a realidade do poder de acionista controlador para atribuir-lhe responsabilidades próprias (das quais não participariam os minoritários), sendo incoerente, para efeitos de transferência do poder de controle, negar a sua existência e proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico. Porém, não foi este o entendimento que prevaleceu.

c) Promulgação da Lei das S.A. – artigo 254:

Apesar da posição contrária dos autores do Anteprojeto, em 15.12.12, foi promulgada a Lei das S.A., com a seguinte redação para o artigo 254:

> **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.(Revogado pela Lei nº 9.457, de 1997)
> § 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta.

Com a inclusão do artigo 254 da Lei das S.A. foi feita escolha pela posição doutrinária que entende ser o prêmio de controle bem social, o qual deve ser compartilhado com os acionistas minoritários, sem fazer restrição, *a priori*, aos minoritários com direito a voto.

Segundo tal redação, seria garantido o tratamento igualitário mediante garantia de 100% do preço pago pelas ações do controlador ser estendido, também, aos minoritários, independentemente da classe de ações que são titulares.

Os casos analisados pela CVM, à época do artigo 254[51], também demonstraram a preocupação com o tratamento igualitário e com o acesso ao prêmio de controle pelos acionistas minoritários. Inclusive, o sobrepreço foi considerado indicador necessário para caracterização de valorização econômica oriunda de alienação do poder de controle. No Caso

[51] Para mais detalhes sobre os casos julgados pela CVM, sob vigência do artigo 254, ver *Apêndice II*.

Companhia E[52], a inexistência de sobrepreço foi considerada como um dos indicativos de não ter ocorrido a alienação de controle e, assim, concluiu-se não ser aplicável o disposto no artigo 254.

Destaca-se, também, a redação do inciso IV, da Instrução Resolução nº 401, de 22 de dezembro de 1976 ("Resolução 401/76"), emitida pelo Banco Central do Brasil, destinada a regular o disposto no artigo 254 da Lei das S.A.:

> I - 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**.

Além de incluir definição restringindo a oferta pública aos acionistas com direito a voto, grande diferencial sobre a interpretação do artigo em questão, a Resolução 401/76 reitera a motivação da Lei das S.A. no sentido de garantir o tratamento igualitário aos acionistas minoritários. Outra importante contribuição da mencionada resolução seria indicar definição mais clara sobre o conceito de acionista controlador a ser utilizada para fins de identificação do conceito de alienação de controle. De acordo com o inciso II da Resolução 401/76, considerou-se alienação de controle o negócio no qual:

> II – (...) o acionista controlador (art. 116 da Lei no 6.404), pessoa física ou jurídica, transfere o poder de controle da companhia mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Diante do disposto na Resolução 401/76, o tratamento igualitário seria apenas entre os acionistas minoritários com direito a voto. Para Norma Parente, tal restrição acabaria *"praticamente com o efeito da lei"*[53]. Observa-se que o entendimento que prevaleceu foi o de igualdade para acionistas da mesma classe de ações, com direito a voto. Para WALD, o fundamento da regra prevista no artigo 254 seria que a concepção de maioria e de minoria só faria sentido em relação às ações com direito a voto, porque somente essa classe de ação teria

---

[52] Parecer SJU CVM nº 66, de 06.11.1985 ("Caso Companhia E"). Para mais detalhes, ver *Apêndice II* ao presente trabalho.

[53] Revista Capital Aberto. Publicação Especial. 30 anos da Lei das S.As. As histórias, reformas e controvérsias que marcaram as três décadas da legislação societária brasileira. Jul. 2006, p. 34.

uma posição política na sociedade e guardaria alguma ingerência em relação ao controle da companhia e deveria, assim, ser tutelada em igualdade em sua alienação[54].

d) Projeto de Lei nº 1.564, de 29.02.1996 ("PL 1.564/96") - favorável a retirada do artigo 254:

Em 29.02.1996, foi apresentado o PL 1.564/96, de autoria do deputado Antônio Kandir. Segundo o deputado, a função do artigo 254 seria garantir o tratamento igualitário aos minoritários *"com a intenção de permitir aos minoritários desfazer-se de suas ações nas mesmas condições dos controladores"*[55], conforme previsto no artigo 254.

No entanto, para o autor do mencionado projeto, o efeito da lei foi o oposto do pretendido, pois criou uma obrigação adicional ao adquirente do controle. Além do desembolso com a aquisição de controle em si, seria necessário despender recursos em favor dos minoritários. Para o autor:

> [S]eria evidente que a necessidade de injeção de capital na empresa adquirida conflita frontalmente com a obrigação de fazer oferta pública aos acionistas minoritários, da qual resultará dispêndio de recursos não revertidos em favor da capitalização da empresa adquirida.
> Dessa maneira, 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, umas 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[56].

Em sua justificativa, Kandir também mencionou as dificuldades enfrentadas pela CVM na aplicação do dispositivo, em especial em relação à fixação de preço. Segundo o deputado, a melhor forma de proceder à alienação de ações representativas do controle da companhia seria justamente garantir a livre circulação dos ativos, resguardando o direito à indenização, em hipótese de eventual abuso dos controladores, o que já estaria garantido pela lei societária.

Para o deputado, seria necessário revisar as penalidades previstas pela Lei 6.385/75, a fim de *"adaptar os mecanismos punitivos à nova realidade do mercado de capitais, de modo*

---

[54] WALD, Arnoldo. *Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 45, ano XXI, 1982, p. 9.
[55] PL 9.457/97, p 11.
[56] *Idem*.

a conferir maior eficácia à atuação administrativa da CVM"[57]. Por fim, propôs a revogação do artigo 254.

O PL 1.564/96 também foi apreciado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo – FecomércioSP, conforme ata da reunião de 10.04.1996. Dentre as diversas manifestações (contrárias e favoráveis à retirada do artigo 254), destacamos posições favoráveis à "democratização do capital" com a retirada do *tag along* e, também, da falta de efetividade prática do artigo 254 como ferramenta de proteção aos minoritários. Como observa, por exemplo, Fátima F. de Souza Garcia, nunca teria sido atingida, na prática, a função de garantir o tratamento igualitário entre o acionista controlador e o não controlador. Segundo a referida manifestação:

> [A] doutrina tem salientado o caráter demagógico desse Artigo 254 que, ao consagrar o princípio de tratamento igualitário entre o acionista controlador e o não controlador, criou na verdade uma situação absurda que não encontra respaldo na realidade. Efetivamente o valor da alienação de um bloco acionário que detém o controle de uma companhia não é o mesmo da alienação das ações de um minoritário. Nunca na prática isso atingiu o resultado, tanto assim que foi necessário que várias normas administrativas, tanto do Banco Central quanto da CVM até para a fixação de preço das ações minoritárias, nunca chegou a um bom termo, criou inúmeras ações judiciais (...) a eliminação da necessidade de oferta pública não chega a atingir uma garantia do minoritário.[58] *(Grifamos)*

Em sentido oposto, Agostinho Toffoli Tavolaro destaca não terem ocorrido, no Brasil, as denominadas "batalhas de procurações" ou *"take over bids"*, como antecipado em 1976[59]. Segundo o advogado:

> Talvez ainda não tenhamos nos desenvolvido para tê-la efetuada e efetivada dentro do nosso direito como deveria, mas sinceramente a mim [sic] me assusta um pouco retirar do acervo do estatuto da defesa do escudo do acionista minoritário essa garantia que ele pode ter[60].

---

[57] PL 9.457/97.

[58] Ata da reunião da Federação do Comércio do Estado de São Paulo, realizada em 10.04.1996, anexa ao PL 9.457/97 ("Ata FecomércioSP"), p. 5.

[59] Pelo comentário acima, destaca-se a comparação entre o *tag along*, presente em nosso ordenamento, e as cláusulas de *poison pills* desenvolvidas no direito norte-americano. Tais mecanismos de defesa no direito norte-americano têm como uma de suas funções típicas garantir o *tag along* aos acionistas de companhia que está passando por processo de tentativa de aquisição hostil de controle *("hostile takeover"*) e, nesse sentido, assemelha-se à regra de OPA obrigatória no direito brasileiro, como tentativa de proteção aos acionistas minoritários. Contudo, a comparação entre os dois institutos não se sustenta, tendo em vista a diferença de propósito e estrutura entre eles. As cláusulas de *poison pills* são instituídas de forma voluntária pela administração das companhias, na tentativa de obrigar ao potencial adquirente de controle a negociar com o Conselho de Administração da Companhia, enquanto que a OPA obrigatória do 254-A é previsão legal de proteção aos acionistas minoritários de companhia aberta, aplicável em hipóteses de alienação de controle.

[60] Ata FecomércioSP, p. 22.

Apesar de ter ponderado o efeito que o *tag along* apresentaria, de obstáculo à privatização, Tavolaro entendeu ser mais importante manter certo nível de proteção aos acionistas minoritários.

Em linhas gerais, discutiu-se na FecomércioSP a forma mais adequada de tutelar os minoritários em diversos aspectos da Lei. Apesar das opiniões divergentes, prevaleceu o entendimento do equilíbrio entre deveres e responsabilidades aos minoritários. Como alertou Ives Gandra, Presidente da Mesa de discussões, *"os minoritários não podem ter o direito de impedir a vida da empresa, isto é, aquele minoritário que por ter algumas ações se sente com o direito de fazer chantagem contra a empresa e tem que ser punido*[61]*"*.

Como observado acima, encontramos descrédito quando à funcionalidade do artigo 254 como garantia ao tratamento igualitário entre os acionistas. Admitindo-se, inclusive, que a Lei teria gerado um efeito inverso, onerando demasiadamente os adquirentes de controle.

Além disso, para LOBO, nesse período de aplicação do artigo 254, então vigente, "*não se conseguiu abstrair desses casos o conceito, o elemento essencial presente em todos eles, com o que se obteria uma definição no estrito sentido científico do termo*.[62]"

e) Lei 9.457, de 05.05.1997 ("Lei 9.457/97") – retirada do artigo 254:

Em 05.05.1997, foi sancionada a Lei 9.457/97, incluindo uma série de modificações na Lei das S.A., com destaque para a retirada do 254 e do regime de *tag along* obrigatório no Brasil.

Em linha do apresentado na *Introdução* da presente dissertação, observamos questões de cunho econômico e políticas que levaram à alteração da Lei das S.A. ao longo dos anos. Sobretudo, importantes mudanças introduzidas na Lei das S.A., em 1997, que impactaram o regime de *tag along*, apresentam relação direta com o movimento de privatização.

O movimento de privatização impactou a função pretendida pela lei societária no que se refere ao *tag along*. O desenvolvimento do mercado de capitais passaria a ocupar papel relevante na nova etapa da economia nacional. Nesse sentido, como observou o então Ministro da Fazenda, em 1988, o objetivo seria desenvolver um mercado de capitais

---

[61] Ata FecomércioSP, p. 15.

[62] LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas*. *In*: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José. (Coords.) *Direito das Companhias*, Vol. I, 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2009.

"financiador do desenvolvimento econômico e propulsor da democratização da propriedade[63]".

Nesse contexto, argumentou-se não fazer sentido manter o *Tag Along* em meio ao movimento de privatizações, tendo em vista que tal atitude iria onerar demasiadamente o Estado, controlador de diversas companhias que passariam a ser privatizadas. Nesse sentido, observa WALD:

> O legislador de 1997, quanto a este ponto, teve por objetivo viabilizar a alienação de controle de sociedade de economia mista, no bojo dos processos de desestatização em curso, que teve tratamento diferenciado, decorrente do interesse público envolvido[64].

Ou seja, com intuito de evitar que o prêmio oriundo da alienação de controle fosse destinado aos não controladores, foi incluída alteração legislativa desobrigando as companhias abertas a realizar OPA em hipótese de alienação de controle.

Ainda sobre o contexto em que estava inserida a Lei nº 9.457/97, WALD destacou outra prática comum aos editais de licitação da época: não incluir como obrigatória a manutenção das sociedades como companhias abertas. Para ele, os minoritários teriam sido duplamente prejudicados, tanto com a exclusão do *tag along*, quanto com o fechamento de capital, pois foram obrigados a alienar suas ações *"a preço vil, sob pena de perderem sua liquidez"* e teriam acabado pagando *"(em virtude do desconto do preço da ação que teve que vender), parte do ágio que a União recebeu do controlador.*[65]"

A reforma da Lei das S.A. enfrentou outros posicionamentos contrários, como reconhecido, por exemplo, por EIZIRIK:

> [C]om a reforma, inequivocadamente, 'ganham' os acionistas controladores, que doravante serão os únicos a se apropriarem do preço na operação de alienação do controle do controle acionário; por outro lado, sempre foi bastante discutível, do ponto de vista econômico e jurídico, a extensão aos minoritários do sobrepreço inerente ao poder de controle[66].

---

[63] Ministério da Fazenda. *Modernização e Ajustamento – Biênio 88-89*. Documento apresentado pelo Ministro da Fazenda, Mailson de Nobrega, em 16.05.1988.
[64] WALD, Arnoldo. *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários*. *In:* Revista da Associação dos Juízes do Rio Grande do Sul – Ajuris, Vol. 26, n. 81 t.1, Mar. 2001. Imprenta: Porto Alegre, Ajuris, p. 20.
[65] WALD, Arnoldo. *Op. Cit.*, p. 15.
[66] EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, 2ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 87-92.

Para CARVALHOSA, a revogação desse dispositivo teria constituído verdadeiro retrocesso no direito societário, tendo sido altamente lesiva aos interesses dos acionistas minoritários, com base no princípio do tratamento igualitário[67].

Entretanto, para o autor, tais efeitos nocivos teriam sido parcialmente mitigados pela publicação da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999 ("ICVM 299/99"), uma vez que tal Instrução passou a exigir além do *disclousure* da operação de aquisição de controle, o tratamento igualitário entre os acionistas minoritários, impedindo que o novo controlador adquirisse as ações de apenas alguns minoritários, com a prática de preços diferenciados[68].

Novamente, os posicionamentos divergentes sobre o tema continuaram a refletir discussão sobre tutela de interesse econômico e de apropriação do prêmio de controle exclusiva pelos controladores ou não.

Foram feitas considerações macro sobre o tema, sob perspectiva mais geral do estímulo econômico gerado pela disciplina do *tag along* em meio às privatizações. É possível observar que a presença ou ausência da regra do *tag along*, além de ser veículo de *"apropriação"* ou *"compartilhamento do prêmio de controle"* entre os acionistas, pode ser ferramenta para estimular diferentes tipos de crescimentos econômicos, do ponto de vista interno e externo. Sobre tais efeitos econômicos da retirada do artigo 254, CALIXTO reconhece que:

> Economicamente, sem dúvida, estimula aquisições. Por outro lado, pode desestimular os movimentos de crescimento interno. Como revela a doutrina, com base na experiência prática, é o regime mais ou menos *favorável* à aquisição de controle que depende a escolha entre expansão interna e externa. Em presença de uma regulamentação favorável, a tendência natural será a de preferir a expansão externa, feita através de investimentos e potencialização da própria atividade produtiva[69].

O autor avançou a discussão e questionou se estariam os minoritários desprovidos de qualquer forma de defesa em caso de alienação do poder de controle. Para CALIXTO: *"abre-se, agora um largo campo para a discussão do interesse social na alienação de controle e de eventual possibilidade de contestação por minoritários, administradores da companhia e terceiros"*[70].

---

[67] CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed., 4º Vol., Tomo II. Arts. 243 a 300. revista e atualizada. São Paulo, Saraiva, 2011, p. 189.
[68] *Idem*.
[69] SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª Ed., revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 129.
[70] *Idem*. *Ibidem*. p.137.

CALIXTO apresenta interessante reflexão sobre outras formas de tutelar o interesse social nas hipóteses de alienação de controle. A primeira pautada na existência de dever fiduciário do controlador, quanto à alienação de suas ações e a segunda de atribuição aos administradores do poder-dever de tutelar o interesse social na alienação de controle[71].

f) Projeto de Lei nº 3.519, de 19.08.1997 ("PL 3.519/97") – proposta de inclusão do artigo 254-A:

Em de 19.08.1997, Luiz Carlos Hauly apresentou o PL 3.519/97, posteriormente apensado ao Projeto de Lei 3.115/97, em 10.09.1997, mediante o qual propôs diversas alterações na Lei das S.A. Dentre elas, propôs o retorno do regime de *tag along* ao nosso ordenamento. A volta da obrigatoriedade da OPA em situações de alienação de controle foi justificada como forma de proteção aos minoritários, em prol do tratamento igualitário. Nesse sentido, retomou-se a ideia de que o prêmio de controle deveria ser compartido entre os acionistas e não apenas ao controlador, sob pena de não manutenção do tratamento igualitário.

Sobre a volta ao regime do *tag along*, destacou Emerson Capaz, Relator da Comissão de Economia, Indústria e Comércio:

> No art. 254, reconstituindo-o, com alterações, já que em má hora revogado pela Lei nº 9.457/97. 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**. *(Grifamos)*

Como observado acima, a justificativa para inclusão do artigo 254-A novamente priorizou o tratamento igualitário entre os acionistas, os quais seriam titulares de *"parcelas iguais do patrimônio"*.

g) Lei 10.303, de 31.10.2001 ("Lei 10.303/01") – inclusão do artigo 254-A:

Com as mudanças introduzidas com promulgação da Lei 10.303/01, o regime de *tag*

[71] SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 130.

along retornou ao nosso ordenamento, com a seguinte redação:

> **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**.
> § 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.
> § 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o *caput*, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.
> § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o *caput*.
> § 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. *(Grifamos)*

Novamente, a função a ser perseguida pelo artigo 254-A seria fundada na manutenção do princípio igualitário. No entanto, CARVALHOSA fez uma ressalva ao indicar que o artigo 254-A, na verdade, estaria pautado no *"princípio do valor diferenciado de ações da mesma espécie"*, pois:

> (...) em vez de obrigar o adquirente do controle a estender aos minoritários as mesmas condições oferecidas pelo bloco de controle, determina que ele deve pagar aos minoritários preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle.[72]

2.2. Função do artigo 254-A da Lei das S.A.

Apesar da reconstrução histórica e manifestações doutrinárias desenvolvidas ao longo da evolução legislativa, descritas acima, apresentarem majoritariamente apenas a função de "manutenção do tratamento igualitário" entre os acionistas como a funcionalidade a ser desenvolvida pelo artigo 254-A, observamos, pela análise dos julgados da CVM[73], a defesa de outra função pertinente ao artigo 254-A: a "compensação pela quebra do quadro acionário".

---

[72] CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed., 4º Vol., Tomo II. Arts. 243 a 300. revista e atualizada. São Paulo, Saraiva, 2011, p. 189.

[73] Para os casos mais recentes pela CVM, julgados na vigência do artigo 254-A, em sua redação atual, ver *Apêndice III*.

Na sequência, serão desenvolvidos os raciocínios relacionados a tais funções, além de eventuais críticas correspondentes, com intuito de delimitar qual função deve prevalecer para construção da delimitação da *fattispecie* de controle aplicável à disciplina das OPAs obrigatórias por alienação de controle.

a) Compensação econômica pautada no princípio do tratamento igualitário / "*valor diferenciado das ações*":

Como observado, o nosso ordenamento optou pela vertente que entende que o prêmio de controle deve ser distribuído a todos os acionistas com direito a voto[74], com base no tratamento igualitário. Tal vertente justificaria a obrigatoriedade para compartilhamento do prêmio de controle, com base nos elementos de sua formação (e.g. poder político de eleger a maioria, expectativa de resultados, dentre outros), descritos em detalhes a seguir, pois este resultaria: (i) da valorização patrimonial da companhia, para a qual contribuíram os minoritários com direito a voto; e (ii) do fato de o valor do prêmio de controle não incluir apenas o poder de direção da companhia, mas os intangíveis e outros ativos que também pertencem aos minoritários. ANDREZZO indica o detalhamento sobre os componentes que integram o prêmio de controle, dentre eles, os referidos intangíveis e demais ativos:

> (i) prêmio de controle, entendido como 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 ao 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[75].

Assim, como observado na evolução legislativa e nas manifestações doutrinárias relacionadas ao longo do item 2.1., acima, a OPA se justificaria, pois o prêmio de controle

---

[74] Como observado prevaleceu a ideia de que o tratamento igualitário a ser tutelado seria apenas das ações com direito a voto. A justificativa de excluir os acionistas preferencialistas, segundo COMPARATO, seria o de limitar a proteção aos acionistas não especuladores. Segundo o autor, *"tem-se em mira, evidentemente, o acionista ligado à empresa, o verdadeiro investidor"* e não qualquer tipo de acionista (COMPARATO, Fabio Konder; e SALOMÃ FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2005, p. 310-312).

[75] ANDREZZO, Andrea Fernandes. *A Alienação de Controle de Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária – Efetivo Avanço?* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Vol. 130. São Paulo: Malheiros. Abr. / Jun., 2003, p. 160-179.

seria resultado não apenas dos esforços do controlador e de seu poder de direção, mas da contribuição dos minoritários, da expectativa de rentabilidade da companhia, de intangíveis da companhia e outros ativos e deveria ser distribuído a todos os acionistas que contribuíram para tal sobrevalor. Sobre tal corrente doutrinária, observa CARVALHOSA, em comparação à corrente contrária à OPA:

> (...) A primeira considera o detentor do controle deverá obter preço maior, pois não está simplesmente vendendo ações, mas o controle político da empresa. Assim, o preço de venda seria um composto da venda do patrimônio líquido mais o poder político sobre todo o patrimônio. A segunda corrente, por outro lado, entende que o benefício deve ser auferido por todos, independentemente do controle que se transfere, mesmo porque as sociedades de capital aberto, para suprimirem sua necessidade de capital, realizam captação de recursos pela colocação de suas ações no mercado de capitais , junto ao público investidor – que subscreve ou adquire títulos. Dessa forma, a empresa – capitalizada com a participação da poupança popular – alcança novas condições econômico-financeiras e patrimoniais. Portanto, nada justifica que, na transferência do controle acionário dessa sociedade – que supriu sua necessidade de capital junto ao público investidor – somente os acionistas minoritários ou controladores sejam beneficiados[76]. *(Grifamos)*

Importante notar que o artigo 254-A reconheceu o valor econômico do bloco de controle, sendo assim, atribuiu o recebimento de um preço maior por aqueles que integram o bloco de controle, sendo garantido aos minoritários com direito a voto 80% do valor pago aos acionistas controladores. Ou seja, como observado anteriormente, o artigo 254-A não retomou o princípio do tratamento igualitário previsto no artigo 254 de forma irrestrita, mas resguardou a ideia do *valor diferenciado* de ações da mesma espécie[77].

Ademais, para parte da doutrina, a presença do prêmio de controle seria justamente evidência da alienação de controle (apesar de sua comprovação não ser exigência legal). Como observado anteriormente, Pareceres proferidos pela CVM, ainda sob a égide do artigo 254, entenderam ser o prêmio de controle elemento caracterizador do negócio de alienação de controle. No Caso Pereira Lopes e Companhia E, além do sobrepreço pago pelas ações, foram identificados dois outros elementos: (i) a obrigação dos cedentes de arcar com garantias de

---

[76] CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed., 4º Vol., Tomo II. Arts. 243 a 300. revista e atualizada. São Paulo, Saraiva, 2011, p. 230-231.

[77] Tal valor diferenciado seria resultado de adoção de posicionamento intermediário, defendido por CARVALHOSA e PENALVA SANTOS, entre a posição expressa no artigo 254 e também do Regulamento do Novo Mercado, os quais garantem a concessão de 100% do valor do preço oferecido aos acionistas controladores (*tag along* de 100%) e a completa exclusão de tal benefício. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. *Op. Cit*., p. 189; PENALVA SANTOS, J.A. *Direito dos minoritários – Alienação de Controle de Companhia Aberta e os Direitos dos Minoritários*. *Análise do art. 254 da Lei nº 6.404 de 1976*. *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, p. 502). Vide também: EIZIRIK, Nelson. *Oferta Pública de Aquisição*. *Interpretação do art. 254-A da Lei das S.A*. Revista de Direito de Associação dos Procuradores do Novo Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2004, Vol. 14, p. 73.

passivo; e (ii) o tratamento não equitativo dos acionistas.

Em resumo, diante do disposto acima, a função do artigo 254-A seria: garantir o tratamento igualitário aos acionistas com direito a voto em relação à divisão do prêmio do controle, ainda que não haja pagamento de ágio aos controladores[78], tendo em vista que o "controle" seria um bem da companhia, o qual deveria ser "socializado" entre os acionistas minoritários que contribuíram para sua formação.

Tal função de compensação financeira é ainda mais acentuada se observarmos o instituto de pagamento de prêmio que está previsto no parágrafo 4º, do artigo 254-A[79], o qual prevê que o adquirente do controle acionário poderá oferecer (cumulativamente à oferta de aquisição de ações), prêmio de permanência na companhia. Tal procedimento tem como intuito a economia de recursos por parte do adquirente ao conceder o prêmio alternativamente ao pagamento de 80% do valor das ações adquiridas dos integrantes do bloco de controle.

Sobre a natureza recompensatória[80] do prêmio de permanência da OPA do artigo 254-A, observa CARVALHOSA:

> Já o *prêmio* constitui benefício ou vantagem de caráter receptivo para o destinatário de uma oferta, e refere-se, no presente caso, a uma *recompensa* monetária pela não aceitação da oferta obrigatória de compra e venda de suas ações (...)[81].

Segundo LOBO, o motivo que teria levado os legisladores a criar regra de compensação financeira via *tag along* seria o de coibir práticas ilícitas de caráter financeiro, mediante as quais os controladores elevavam o prêmio de controle a *"inimagináveis três dígitos, quando na prática internacional, ele é, em média, de 20%"*[82].

Corroboram tal entendimento TEIXEIRA e TAVARES GUERREIRO:

> (...) as transferências de controle, envolvendo vultosos ágios pagos apenas aos

---

[78] Como observa CARVALHOSA, *"o controle possui um valor econômico inerente, mesmo quando o valor da alienação do bloco respectivo de ações se faça por valor menor que o patrimonial ou de Bolsa. Isso porque se presumia ser do interesse dos minoritários de companhia não lucrativa vender suas ações no momento da transferência do controle, em face da sua liquidez."* (CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed., 4º Vol., Tomo II. Arts. 243 a 300. revista e atualizada. São Paulo, Saraiva, 2011, p. 233).

[79] *"Art. 254 (…)*
§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o ***pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle****." (Grifamos)*

[80] Para o autor, tal instituto da recompensa estaria regulado pelo Código Civil, no instituto da promessa de recompensa, nos artigos 854-860 do Código Civil (CARVALHOSA, Modesto. *Op. Cit.*,, p. 226).

[81] *Idem*.

[82] LOBO, Jorge. *Interpretação realista da alienação de controle de companhia aberta. O art. 254 da lei das sociedades anônimas. A polêmica alienação de controle de companhia aberta. In:* Revista de Direito Mercantil. Vol. 124, p. 240.

> controladores, podem ainda mais desestimular o investimento acionário. Daí entendermos que a solução adotada na lei vale como medida pragmática, tendo em vista as condições do momento histórico e as características peculiares da conjuntura, justificando-se em face da experiência verificada em anos recentes em nosso país[83]. *(Grifamos)*

Em suma, a funcionalidade pretendida pelo artigo 254-A seria a de garantir o tratamento igualitário e evitar o prejuízo dos minoritários que colaboraram para a formação do prêmio de controle. Não é necessário que, de fato, se comprove a presença do prêmio de controle. A proteção garantida pelo artigo 254-A leva em conta as situações em que há transferência do controle da companhia, sem, contudo, definir qual o conceito de controle que deve ser considerado.

b) Compensação pela *"quebra de estabilidade do quadro acionário"*:

Como observado acima, apesar de a explicação predominante sobre a funcionalidade da OPA por alienação de controle estar pautada na ideia de *"compensação econômica à luz do tratamento igualitário"*, nota-se posicionamento minoritário presente na interpretação dos julgados analisados pela CVM que indica como função adicional *espécie de direito de saída dos minoritários*, justificado pelo fato de os minoritários adotarem uma relação de confiança com o controlador, *intuito personae*.

Segundo tal posicionamento, faria sentido que, em situação de mudança de controlador, os minoritários não concordassem em permanecer associados a um novo controlador e optassem pela aceitação da oferta e saída da companhia, como forma de *"compensação pela quebra da estabilidade do quadro acionário"*. Tal argumentação tem sido utilizada recentemente pela CVM como elemento caracterizador do ato de alienação de controle e, assim, da obrigatoriedade de realização da OPA[84].

Segundo tal posição, identifica-se o acionista controlador pelo manifesto exercício do poder de controle, de forma permanente e estável, cuja comprovação seria apenas possível em hipóteses de titularidade da maioria das ações com direito a voto, ou seja, situação de controle majoritário.

---

[83] TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. 1ª Ed., Vol. 2, São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 743.

[84] Nesse sentido, ver voto do Diretor-Relator Pedro Marcílio, no Caso CBD (Processo CVM nº RJ 2005/4069, Companhia Brasileira de Distribuição, j. em 11.04.2006), cuja interpretação foi reiterada também no Caso Copesul (Processo CVM RJ2007/7230, Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL, j. em 11.07.2007), dentre outros.

Consequentemente, caberia a OPA apenas em casos em que a maioria das ações com direito a voto fosse alienada, pois apenas dessa forma estar-se-ia diante de comprovada quebra do quadro acionário, a qual deveria ser compensada mediante o mecanismo de OPA por alienação de controle.

No entanto, tal posicionamento (de defesa da função da OPA como mecanismo de saída pela *"quebra de estabilidade do quadro acionário"*) parece estar em desacordo com o disposto na evolução legislativa sobre o tema, conforme indicado no item 2.1., acima.

Além disso, pela própria natureza das sociedades anônimas, de associação entre os acionistas, de forma instável, cuja liquidez e a possibilidade de venda de sua participação a qualquer tempo são inerentes a estrutura das companhias abertas, não faz sentido adotar como função a ser perquirida pela Lei das S.A. qualquer espécie de proteção *intuito personae* da figura do controlador.

2.3. *A*rtigo 254-A: *fattispecie* e o uso do artigo 116 da Lei das S.A.

Após estudo da função a ser desenvolvida pelo artigo 254-A, sendo predominante o intuito de "manutenção do tratamento igualitário", cumpre analisar qual seria a *fattispecie* de controle a ser utilizada pelo referido artigo, em respeito à funcionalidade da norma.

Apesar de o artigo 254-A trazer definições sobre as possíveis formas de transferência de controle[85], e a interpretação desenvolvida, em especial, pelo Colegiado da CVM, identificar elementos caracterizadores do negócio jurídico de alienação de controle[86], não há indicação exata de qual seria a *fattispecie* de controle constante no artigo 254-A.

Ao contrário do previsto no regime do artigo 254, regulamentado pela Instrução 401/76, segundo a qual o acionista controlador seria a pessoa ou grupo de acionistas titulares de ações que lhe asseguram a *"maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia"*, no regime atual, do artigo 254-A, não há qualquer definição objetiva de acionista controlador ou de controle.

---

[85] *"Art. 254-A (...)§ 1º (...) 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"*.

[86] Os elementos caracterizadores do negócio jurídico de alienação de ações presente nos Casos Pereira Lopes, Companhia E, Aracruz (Processo CVM nº RJ 01/10329, Aracruz Celulose S.A., j. em 19.02.2002), CBD, cuja delimitação mais completa foi descrita no voto dos Diretores Eliseu Martins e Eli Loria, no Caso TIM (Processo CVM nº CVM RJ 2009/1956, TIM Participações S.A., j. em 15.07.2009), resumida da seguinte forma: (a) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa ou grupo diverso do anterior detentor do controle; (b) por meio de efetiva transferência de ações; e (c) que a transferência das ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, não sendo, contudo, imprescindível o pagamento de prêmio ou ágio.

Apenas em 2002, conforme definido no artigo 29, parágrafo 4º, da Instrução 361, de 5 de março de 2002 ("Instrução 361/02"), houve um direcionamento mais claro no sentido de que o conceito de acionista controlador constante no artigo 116 da Lei das S.A. deveria ser utilizado para fins de interpretação do artigo 254-A:

> 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**. (*Grifamos*)

Algumas observações podem ser feitas em relação à construção da *fattispecie* de controle para fins do artigo 254-A a partir do artigo 116, conforme determinado pela Instrução 361/02.

A primeira é que o artigo 116 não define *poder de controle*, mas *acionista controlador*. Evidentemente, sendo o bloco de controle do qual emana o poder de controle uma universalidade de fato e não poder de direito, como observam LAMY e BULHÕES, não pode este ser *"adquirido, nem transferido independentemente do bloco de controle, que é a sua fonte*[87]*"*.

Sobre esse aspecto, concorda-se, em teoria, com o raciocínio feito pela Instrução 361/02 de utilizar definição de acionista controlador para identificar hipóteses de alienação de controle, pois seria muito mais controvertido estabelecer definição de controle de forma isolada sem partir do titular das ações que exerce o referido poder. No entanto, questiona-se se "acionista controlador" para fins de alienação de controle, deveria representar o mesmo conceito de acionista controlador para fins de artigo 116, tendo em vista a diferença funcional entre eles. O referido ponto será discutido com mais profundida no item 2.4, a seguir.

A segunda observação está relacionada à interpretação feita pela CVM do artigo 116 (a qual, em geral, admite a possibilidade do controlador minoritário), para fins do artigo 254-A, limitando-a apenas às hipóteses de controle majoritário.

Tal interpretação dada pela CVM seria justificada pelo fato de o artigo 254-A, nos termos de seu parágrafo 1º, não indicar a necessidade *"do exercício efetivo do poder de controle"*, mas apenas da titularidade das ações que garantem tal exercício o que impossibilitaria, segundo tal interpretação, a configuração do controle minoritário,

---

[87] LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José. (Coords.) *Direito das Companhias*, Vol. I, 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 827.

comprovado justamente pelo "uso efetivo" do poder. Nesse sentido, observa o Diretor Pedro Marcílio:

> (...) o §1º do art. 254-A procurou definir o que se entende por "alienação de controle" e para aplicação do disposto no *caput*. Nessa definição, não se utilizou de qualquer expressão que indique que, para fins do art. 254-A, o controle está relacionado com o seu exercício. O §1º apenas vinculou a alienação de controle à transferência de valores mobiliários, indicando que está preocupado apenas com o requisito do art. 116, "a". Digo isso, pois esse parágrafo estabelece que a alienação de controle é, nos termos do §1º, a '*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.*' **Não há, portanto, referência à necessidade do exercício efetivo do poder, exigindo, tão somente, a propriedade dos valores mobiliários que permitiriam esse exercício**. *(Grifamos)*

É feita crítica à interpretação tão restrita de acionista controlador, compatível apenas com o exercício do controle que é exercido pelo titularidade da maioria das ações com direito a voto. A Lei das S.A. disciplinaria as mais diversas formas de exercício do poder de controle, inclusive do controle exercido de forma minoritária. Sobre a existência do controle minoritário, observa ADAMEK[88]:

> Com efeito, na primeira situação, em que o poder de controle – capacidade de dominação *de facto* ou o poder de dispor de bens alheios, como se proprietário fosse – cabe àqueles indivíduos que objetivamente não são titulares de direitos de sócio sobre mais da metade do capital votante da sociedade, tem-se o fenômeno do controle minoritário, o qual é característico de sociedades com grande dispersão de suas participações societárias no mercado, mas que, ainda assim, pode ser encontrado no corpo de sociedades fechadas em que o fenômeno do absenteísmo também se manifesta. O poder de controle minoritário, como se sabe, não é ignorado pela lei acionária brasileira (LSA, arts. 116, II e 129, § 1º), manifesta-se concretamente entre nós (…)[89].

Não se sustenta a interpretação do conceito de controle a partir do artigo 116 da Lei das S.A. sem se considerar a possibilidade do exercício do controle exercido por acionista que

---

[88] No mesmo sentido, destaca LUCENA: *"a norma não fixa, assim, um quantitativo de ações votantes para a assunção de status de controlador, exatamente porque, conforme o caso, o controlador será o acionista que detém quase todas as ações da companhia ou qualquer percentual acima de 50% do capital votante, como poderá ser o acionista minoritário que, devido a dispersão das ações, reúne um número de ações (suas ou de um grupo) suficiente, embora abaixo da metade do capital votante, para assumir o controle da assembléia geral e, decorrentemente, o da companhia (working control)."* (LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas, comentário à Lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 1.080).

[89] ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário (abuso de posições subjetivas minoritárias)*. 2010. 436 p. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010, p. 17.

não é titular da maioria das ações com direito a voto. A regra do artigo 116 prioriza o controle de fato, seja majoritário ou não, como observado a seguir.

No regime da Lei das S.A., se comparado ao regime do diploma de 1940, evidencia-se o movimento de *"quebra da proporção entre o risco de capital investido em ações e o poder exercitado na sociedade anônima*[90]*"*. Anteriormente, a hegemonia dos acionistas majoritários era exercida via assembleia geral mediante a titularidade da maioria absoluta das ações votantes. No entanto, tal realidade foi alterada, a partir da lei vigente de 1976, para situação em que o grupo controlador independe da proporção entre o capital detido por ele na sociedade para exercer o poder de controle, situação acentuada pela possibilidade de emissão de preferenciais até o limite máximo de 2/3 das ações emitidas pela companhia.

Em tal cenário, destaca-se, ainda, a possibilidade da titularidade de ações representativas de minoria do capital social em determinada assembleia ser capaz de exercer o controle societário, com a crescente dispersão dos demais acionistas[91].

Como observam BULHÕES e LAMY, a disciplina legal, prevista no artigo 116[92] e 117 da Lei das S.A. atribui ao acionista controlador, em razão de seu poder empresarial, *"deveres para com a comunidade em que atua a empresa, os que nela trabalham e os demais acionistas*[93]*"*, os quais devem ser entendidos de forma ampla independentemente do exercício do poder de controle ser exercido de forma minoritária.

Em linha com tal raciocínio, indica a Exposição de Motivos da Lei das S.A. que:

> [O]corre que a empresa, sobretudo na escala que lhe impõe a economia moderna, tem poder e importância social de tal maneira relevante na comunidade que seus dirigentes devem assumir a primeira cena na vida econômica, seja para fruir do justo reconhecimento pelos benefícios que geram, seja para responder pelos agravos a que dão causa.

---

[90] CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed., 2º Vol., Arts. 75 a 137, revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 482.

[91] CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed., 2º Vol., Arts. 75 a 137, revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 482.

[92] *"Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:*
a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.
Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender."

[93] LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 816.

A inserção do artigo 116 na Lei das S.A. é justamente reflexo da mudança da estrutura de capital nas companhias e da possibilidade de efetivo exercício do poder de controle sem a titularidade da maioria das ações do capital ou das ações com direito a voto. Nesse sentido, pela observação da funcionalidade do artigo 116, seria contraditório admitir o exercício de poder de controle apenas exercido de forma majoritária.

O regime de deveres e responsabilidades vem assegurar proteção aos acionistas não controladores em razão da separação entre propriedade e poder nas sociedades anônimas. Como observa CARVALHOSA, há uma divisão nítida entre três grupos de acionistas: (i) *controladores*: responsáveis pela estratégia de poder; (ii) *rendeiros* ou *preferencialistas*: encarregados de suprir a companhia de capital próprio; e (iii) *especuladores*: responsáveis por proporcionar aos rendeiros a liquidez necessária[94].

Tal diploma foi inserido em nosso ordenamento justamente como mecanismo de tutela dos acionistas não controladores, de um mercado de capitais que passou por mudanças em sua estrutura, cada vez mais pulverizado. Sobre a aplicação do conceito do regime e responsabilidades previsto nos artigos 116 e 117 ao controle minoritário, destaca CALIXTO que: *"a inexistência de direitos permanentes que assegurem a maioria nas deliberações sociais não descaracteriza o controle, apenas impõe uma aplicação seletiva do previsto no art. 117.*[95]*"*

Nesse sentido, é evidente que a *fattispecie* de controle prevista pelo artigo 116 da Lei das S.A. admite o controle minoritário. Dado que há comando legal direto feito pela Instrução 361/02 no sentido de utilizar o conceito de controle do artigo 116 para fins de definir poder de controle do artigo 254-A, não seria adequado restringir a interpretação deste conceito para fins do artigo 254-A sem a presença de nenhum comando legal específico ou justificativa para tal.

Além disso, se analisada a função pretendida pelo artigo 254-A, diante do histórico normativo descrito acima e independentemente da análise do artigo 116, não há qualquer indicação de que a titularidade da maioria das ações é necessária para que se comprove que houve atribuição de prêmio de controle o qual deve ser compartido ente os demais acionistas com direito a voto.

Dessa forma, destaca-se, ainda, que o regime anterior do artigo 254, de maneira explícita, admitia a possibilidade de controle minoritário a ser alienado, sendo claramente

---

[94] CARVALHOSA, Modesto. CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed., 2º Vol., Arts. 75 a 137, revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 482-483.

[95] COMPARATO, Fabio Konder; e SALOMÃO Filho, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 6ª ed., 2014, p. 78.

possível que um acionista minoritário atingisse a maioria de votos nas três últimas assembleias gerais da companhia.

Concorda-se com o questionamento de OIOLI de que a "interpretação relativa" do artigo 254-A não estaria prevista na Lei das S.A., não sendo, portanto, razoável aceitar que a Lei das S.A. utilize com conceitos distintos de acionista controlador, um para fins do artigo 116 e outro para obrigatoriedade de OPA prevista no artigo 254-A[96]. Mas a presente crítica vai além. Além de não se concordar com a ideia de interpretação parcial do conceito de controlador presente no artigo 116 para fins do artigo 254-A, entende-se que a melhor forma de disciplinar o assunto seria adotar conceito específico de controle para disciplina do *tag along*, em vista das diferentes funções desenvolvidas pelos artigos.

Em resumo, se observarmos tanto a interpretação do conceito do artigo 116 da Lei das S.A., bem como todo o estudo da funcionalidade pretendida pela norma, disposto acima, a princípio, não seria possível sustentar que a OPA seria cabível apenas nas hipóteses de alienação de ações representativas de mais da maioria das ações com direito a voto. Se a funcionalidade pretendida é tutelar os demais acionistas sob perspectiva econômica, de maneira igualitária ou ao menos 80% do valor das ações do controle, não faria sentido admitir que apenas nas hipóteses de alienação de controle em que há transferência da maioria das ações com direito a voto haveria a possibilidade de atribuição de sobrepreço, o qual deixaria de ser compartilhado a todos os acionistas.

Diante de tal contexto, algumas questões são latentes:

(i) O artigo 254-A cumpriria sua função se restringirmos sua aplicação aos casos de controle majoritário?

(ii) É notório que o controlador minoritário pode ser capaz de trazer prejuízos ao atuar contrariamente aos seus deveres fiduciários, sendo responsabilizado se trouxer prejuízos aos demais acionistas. No entanto, seria pacífico afirmar que apenas as hipóteses de alienação de controle majoritário trariam prejuízos aos minoritários, do ponto de vista de tratamento igualitário?

(iii) Se a função do artigo 254-A é garantir compensação financeira e compartilhamento do prêmio de controle, é possível afirmar que apenas nas alienações de controle majoritário seria atribuído prêmio de controle e que haveria prejuízo aos minoritários?

---

[96] OIOLI, Erik Frederico. *Obrigatoriedade do* tag along *na aquisição de controle diluído*. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de Direito Societário e Empresarial contemporâneos: liber amicorum*. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 322.

2.4. Convergências e divergências entre a funcionalidade dos artigos 116 e 254-A

Após as considerações feitas acima sobre a atual problemática gerada pela interpretação da *fattispecie* controle com base no artigo 116 para fins do artigo 254-A, indaga-se sob o ponto de vista funcional se seria o mais adequado utilizar o mesmo conceito de controle para ambas as disciplinas ou criar conceito específico para o artigo 254-A, como será observado a seguir.

O artigo 116[97] foi inserido no âmbito dos *Deveres* do acionista controlador, definindo-o como: (i) titular dos direitos de voto que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria de votos nas assembleias e o poder de eleger os administradores; e (ii) aquele que usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Por outro lado, o regime da OPA obrigatória por alienação de controle analisou o controle sob outra perspectiva: da transferência do poder de controle, sendo o controle identificado como objeto do negócio jurídico de alienação de controle.

Questiona-se se a utilização do conceito de acionista controlador, próprio da disciplina de deveres e responsabilidades deveria ser aplicado em disciplina que busca regular o tratamento da alienação de controle e a compensação econômica devida aos acionistas minoritários com direito a voto, diante de negócio jurídico de alienação de controle.

O Diretor-Relator do Caso CBD, Pedro Marcílio, teceu considerações específicas nesse sentido, utilizando-se, contudo, de argumento de que a função do artigo 254-A seria o de compensação pela quebra do quadro acionário:

---

[97] *"Acionista Controlador*
Deveres
Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:
a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.
Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.
Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários."

> 28. Analisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. **O art. 116, juntamente com o art. 117**, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como **acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume**, caso aja como tal. 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. (*Grifamos*)

Para CALIXTO, o artigo 116 *"determina dever do controlador de respeitar o interesse social, utilizando a palavra poder"*, sendo tal poder decorrente do direito de propriedade de suas ações, mas não redutível a ele, sendo demonstrado tanto pelo direito de voto, quanto pelo direito de disposição das ações[98]. A questão seria se o poder-dever do controlador deveria estar restrito ao âmbito das decisões societárias ou também prevaleceria no âmbito dos negócios extra-sociais como na negociação de ações representativas do capital social da companhia.

Para o autor, o negócio de alienação de ações não deve ser considerado negócio privado, pois não envolveria apenas o bem "ações", mas o verdadeiro controle sobre a organização empresarial e, por consequência, o controle de patrimônios a até destinos alheios.

Dessa forma, a possibilidade de se pleitear a divisão do sobrepreço obtido pelo acionista controlador, mediante a disciplina da oferta pública, estaria justificada como medida para cumprimento do dever fiduciário indicado no artigo 116. No entanto, destaca o autor que o cumprimento de tais deveres fiduciários só podem ser exigidos mediante a demonstração da ocorrência de prejuízos. Ou seja, *"trata-se portanto de uma espécie do gênero responsabilidade extracontratual societária"*[99].

O autor reconhece algumas hipóteses em que a reputação do adquirente poderia causar a diminuição das ações da companhia. Nesse sentido, vislumbra-se a possibilidade de alinhamento com a argumentação de "quebra do quadro social". No entanto, tal "quebra" seria evidenciada e comprovada mediante evento objetivo: diminuição do valor das ações da companhia após a alienação de controle, cuja avaliação, *a priori,* seria muito difícil.

---

[98] SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 6ª Ed., 2014, p. 30.
[99] *Idem. Ibidem*. p. 131.

Nesse sentido, destaca CALIXTO sobre a possibilidade "cessão da organização empresarial". Para o autor, tal fenômeno compreenderia alienação do controle societário que acarretaria, também, intenção do adquirente de *"alterar substancialmente o direcionamento empresarial, de modo a alterar ou deslocar o centro de coordenação da influência recíproca entre os atos societários.*[100]*"*

Para o autor, caberia compensação aos minoritários através de responsabilização, não está claro apenas quando os novos controladores pretendessem radicalmente redirecionar a organização societária, situação de evidente prejuízo aos minoritários.

Tais situações, no entanto, segundo o autor, já estariam previstas, em geral, nas hipóteses de direito de recesso, sendo desnecessária a regulação via OPA mandatória.

Como observado acima, os regimes dos artigos 116 e 254-A apresentam funcionalidade muitos distintas, sendo possível admitir que a *fattispecie* controle a ser regulada por ambos analisam o exercício do controle de forma distinta. Ainda que ambos os regimes apresentem semelhanças e há quem interprete fazer parte dos deveres fiduciários do controlador o ato de alienação de controle da companhia, como observado pela manifestação de CALIXTO, acima, entendemos ser a *fattispecie* do artigo 254-A presunção do exercício do controle, cuja aplicação aos casos práticos deve ser realizada de forma mais objetiva.

Desse modo, vislumbra-se a possibilidade de critério objetivo capaz de sanar a insegurança jurídica aplicável à matéria. Entendemos que a interpretação da CVM no sentido de admitir apenas a alienação de controle para as hipóteses de transferência de ações representativas de mais da metade do capital social votante é capaz de reduzir tal insegurança jurídica. Entretanto, utiliza-se de conceito de acionista controlador (artigo 116) que não traz tal limitação e admite o controle minoritário.

Como forma de evitar a "interpretação relativa" do conceito de acionista controlador constante no artigo 116, em especial com inspiração nas regras de direito comparado nesse sentido, como analisado no próximo *Capítulo*, sugere-se a utilização de *fattispecie* de controle distinta para fins da OPA obrigatória, pautada em presunção de controle avaliada com base em critérios objetivos.

Para mais detalhes sobre a sugestão de *lege ferenda*, analisar *Capítulos VI* a seguir.

---

[100] SALOMÃO FILHO, Calixto. SALOMÃO FILHO, Calixto. Rio de Janeiro: Forense, 6ª Ed., 2014, p. 134.

CAPÍTULO III
FUNCIONALIDADE E ESTRUTURA DA NORMA SOBRE OPA OBRIGATÓRIA EM OUTROS ORDENAMENTOS

3.1. Considerações iniciais sobre o estudo comparativo

Após estabelecimento da função do *tag along* no direito pátrio, buscar-se-á identificar se a justificativa do tratamento igualitário é tendência no âmbito internacional ou se existem outras razões, nos demais ordenamentos, para inclusão da oferta obrigatória de ações.

Para tanto, a pesquisa de direito comparado será realizada de duas maneiras. Inicialmente, com base em recente estudo realizado pelo Instituto *Practical Law*, iniciativa da *Thomson Reuters*, constante no *Apêndice I*, analisaremos os eventos que exigem a realização de oferta pública obrigatória de ações em outros países. O objetivo principal é identificar a caracterização dos eventos que exigem a realização de OPA obrigatória, bem como os conceitos de "controle" e "acionista controlador", utilizados para este fim. A partir dessa análise, pretender-se-á inferir qual seria a função pretendida por ordenamentos específicos que influenciaram o Brasil ou que se assemelham de alguma forma com a atual redação do artigo 254-A[101].

Estudaremos as justificativas e funções pretendidas por ordenamentos que influenciaram o Brasil de forma mais proeminente, como Estados Unidos e União Europeia, com base na Diretiva do Conselho e Parlamento Europeu, nº 25, de 21 de abril de 20104 ("Diretiva 25/04")[102], refletida nas regras de países como Alemanha, Reino Unido e Itália, além de países que sofreram recente mudança legislativa e/ou apresentam semelhanças com o nosso ordenamento (Indonésia, Espanha, Turquia e Itália), a fim de avaliar: (i) qual foi a justificativa para alteração da norma nos países que sofreram alterações recentes (Turquia e Itália); bem como (ii) a justificativa da manutenção ou estabelecimento de critérios semelhantes aos critérios brasileiros para determinação da obrigatoriedade da OPA (Indonésia

[101] Cumpre ressaltar que não foi feita análise comparativa do Brasil em relação às estruturas de capital presente nos países objeto do referido estudo (e.g. pulverizada, concentrada, etc). A análise da norma que estipula OPA obrigatória pautou-se estritamente na redação da regulação, bem como das justificativas e funções relacionadas independentemente de análise da estrutura de capital.

[102] Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV%3Al26012a>. Acesso em 19.11.2016.

e Espanha). Procura-se evidenciar se há alguma relação direta entre nova funcionalidade pretendida e a presença de alteração legislativa.

3.2. Panorama geral dos demais ordenamentos

Em primeiro lugar, destacamos que o presente estudo comparativo analisou regras que impõem ofertas públicas de ações em decorrência de aquisição de controle, mas que não são, necessariamente, eventos denominados "alienação de controle", como previsto em nosso ordenamento, no artigo 254-A. Ou seja, foi incluída na análise comparada países em que a OPA é obrigatória em vista da aquisição de ações, seja por alienação de controle ou até mesmo por consequência de acordos de acionistas e operações societárias como é o caso da Espanha[103].

A primeira razão para aumentar o escopo de análise e incluir países que apresentam regras sobre ofertas obrigatórias não exclusivas à alienação de controle seria que a maioria dos ordenamentos não determinam OPAs no formato do Brasil. Ou seja, o universo de análise de ofertas públicas obrigatórias de ações em decorrência de alienação de controle *per se* seria muito limitado.

A segunda razão está ligada ao intuito do presente trabalho, que seria o de aprofundar o estudo da funcionalidade do artigo 254-A. Entende-se ser relevante analisar as regras estabelecidas nos demais ordenamentos, ainda que materialmente distintas da estrutura do artigo 254-A, como forma de: (i) entender a tendência internacional, se é que existente; e (ii) comparar a forma como as regras nos demais países foi estruturada *vis-à-vis* o objetivo pretendido pelo legislador pátrio ("tratamento igualitário entre os acionistas"), a fim de questionar a adequação da regra brasileira.

A primeira reflexão sobre a análise de dados, como já observado acima, é que o Brasil é minoria no que se refere à imposição de OPA obrigatória com a comprovação de situação de

---

[103] "**Artículo 60.** ***Oferta pública de adquisición obligatoria.***
1. Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga: (…)
b) **Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores**;(…)" *(Grifamos)* (*Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/pdf/1988/BOE-A-1988-18764-consolidado.pdf> Acesso em 21.11.2016.

controle sem a utilização de critério objetivo legal a ser observado nesse sentido. Dentre os 32 países pesquisados, apenas 3 (Indonésia, Turquia e Espanha) apresentam regras que impõe o lançamento de oferta pública mediante a avaliação de critérios qualitativos (atrelados à critérios quantitativos). Os três países apresentam regras menos específicas a respeito do que consistiria acionista controlador, para fins de OPA, e permitem que o critério qualitativo prevaleça ainda que não atingido o critério quantitativo (titularidade de determinado percentual de ações). Ou seja, são os únicos que não impõem exclusivamente critérios objetivos, baseado no percentual de ações, para determinar eventos que levam à obrigatoriedade do lançamento da OPA.

A primeira conclusão sobre a análise dos demais ordenamentos é a predominância da adoção de critérios puramente objetivos na determinação de hipóteses em que a OPA seria obrigatória. Nota-se a relevância deste ponto, tendo em vista a semelhança encontrada mesmo em países em diferentes estágios de desenvolvimento do mercado de capitais, bem como de estruturas de capital diversa (e.g. pulverizada/concentrada). Em análise preliminar, o Brasil estaria em desacordo com essa tendência.

Observamos que 21[104] dos países estudados utilizam a aquisição de determinado percentual de ações como evento que torna a OPA obrigatória. Dentre eles, 13[105] países determinam o percentual de 30% das ações com direito a voto. Além disso, em alguns países em que há a estrutura de percentual fixo de ações, há a determinação de oferta obrigatória, caso determinado percentual adicional (geralmente entre 2% e 5%) seja atingido[106].

Diante da tendência internacional observada, é possível inferir que a justificativa de "recompensa pela quebra do quadro acionário" não se sustenta. Entende-se ser mais plausível que a oferta obrigatória seja instituída como forma de garantia de tratamento igualitário com os demais acionistas. Ao determinar que o adquirente de determinado número (elevado) de ações lance oferta garantindo as mesmas condições (ou condições semelhantes) aos demais acionistas, busca-se tutelar o tratamento igualitário entre os acionistas, sob a presunção de que há a aquisição do poder de controle vinculado a esse determinado percentual de ações. Pela

---

[104] Argentina, Áustria, Canadá, Espanha (com a ressalva da adoção, também de critério qualitativo), República Checa, França, Guernsey, Hong Kong, Índia, Israel, Itália, Japão, Jersey, Kuwait, Malásia, México, Noruega, África do Sul, Suécia, Reino Unido e Vietnam.

[105] Áustria, República Checa, França, Alemanha, Guernsey, Hong Kong, Itália (para companhias de grande porte), Jersey, Kuwait, México, Suécia, Reino Unido e Espanha (com a ressalva da adoção, também de critério qualitativo).

[106] A título exemplificativo, em Hong Kong, caso titulares de 30% das ações adquiram percentual adicional de 2% de ações, é obrigatória a realização de oferta pública. Outro país que apresenta regras semelhantes é a Índia.

análise dos países selecionados, a seguir, é possível esclarecer tal justificativa para a OPA obrigatória com mais detalhes.

3.3. Estudo mais aprofundado de países selecionados

Como indicado anteriormente, optou-se por estudar alguns países de mais proeminência e influência ao Brasil, seja pela influência direta em nosso direito pátrio romano-germânico (e.g. União Europeia, em especial a Itália), como pela predominância em matéria de direito comercial (e.g. Estados Unidos). Contudo, optou-se, também, pela análise de países em que existe a possibilidade de incidência da OPA obrigatória ainda que o percentual objetivo em lei de titularidade de ações não seja atingido, a fim de analisar quais as justificativas de tais ofertas, bem como a forma como os contornos do conceito de contorno foi traçada.

Em primeiro lugar, então, passaremos a analisar os três países que apresentam disciplinas semelhantes ao Brasil, pela análise da redação atual de seus dispositivos: Indonésia, Espanha e Turquia. Na sequência, será analisado o caso da Itália, objeto de recente mudança legislativa e da União Europeia e Estados Unidos, selecionados pela sua proeminência.

a) Indonésia

No que se refere à Indonésia[107], as regras sobre OPA obrigatória em hipótese de alienação de controle apresentam contornos similares aos do Brasil, com a diferença do estabelecimento, na Indonésia, de critério objetivo (50%+1) previsto em lei para determinação do que configuraria o exercício do controle, concomitante a presença de critério subjetivo. As regras sobre aquisição de controle de companhias abertas (*Takeover of Public Companies*), na Indonésia, evoluíram mediante a promulgação de diversas normas ao longo dos anos de 2000, 2002, 2008 e 2001.[108]

---

[107] MAKES, Yozu. *Challenges and Opportunities for the Indonesian Securities Takeover Regulations: a Comparative Legal Analysis. In:* University of Pennsylvania East Asia Law Review, Vol. 8, Spring 2013, p. 84-125.

[108] *"Bapepam Regulation IX.H.1 was first enacted in the Decree of Head of Bapepam No. Kep-04/PM/2000 dated March 13, 2000 on the Takeover of Public Companies [hereinafter Bapepam Regulation No. IX.H.1 2000], and then amended and replaced by the Decree of Head of Bapepam No. Kep-05/PM/2002 dated April 3, 2002 on the Takeover of Public Companies [hereinafter Bapepam Regulation No. IX.H.1 2002]. A significant change was made by Bapepam-LK, by virtue of the Decree of Head of Bapepam-LK No. Kep-259/BL/2008 dated*

Por meio da referida evolução legislativa, observa-se que os critérios para identificação de evento que leva à OPA sofreu mudanças e é possível notar que tais alterações: (i) estavam relacionadas ao conceito de controle a ser adotado pela regras de OPA obrigatória; e (ii) foram motivadas com intuito de impactar o desenvolvimento do mercado acionário.

Em primeiro lugar, a legislação da Indonésia entende incidir as regras sobre *Takeover*, quando uma atividade, direta ou indireta, causa mudança no controle da companhia[109]. Como em nossa legislação pátria, cumpre definir, então, o que seria "controle".

Nesse sentido, observa MAKES a respeito da regra original sobre o tema, promulgada em 2002, cujas alterações posteriores serão analisadas abaixo:

> In the above definition, the concept of 'control' is a key factor in determining whether a takeover has occurred in Indonesia. Bapepam Regulation No. IX.H.1 (2002) defines 'company controller' as any person who: 1) **owns 25% (twenty five percent) of a Company's shares or more**, unless that person could prove that he does not control the company, **or** 2) **any person that directly or indirectly has the ability to control a Company in a manner of**: a) determining the **designation and resignation of directors and commissioners**; or b) **making any changes in the Company's Article of Association**[110]. *(Grifamos)*

Da mesma maneira que a disciplina no Brasil, a definição de controle é feita com base no conceito de acionista controlador. Como observado acima, a legislação da Indonésia determina, de forma não cumulativa: (i) critérios quantitativos (titularidade das ações); e (ii) qualitativos (poderes de eleição e remoção dos membros da administração e mudanças do estatuto social das companhias) para determinar o conceito de acionista controlador.

Tal estrutura se assemelha à presente no artigo 116, pois também é possível observar, no Brasil, critérios: (i) quantitativos (titularidade de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria de votos nas deliberações sociais e poder de eleger a maioria dos administradores); e

---

June 20, 2008 on the Takeover of Public Companies [hereinafter Bapepam Regulation No. IX.H.1 2008]. Various new instruments were introduced in this Bapepam Regulation No. IX.H.1 2008, the most important of which was the mandatory selling requirement." (…) "Bapepam-LK updated these two regulations by issuing: (i) the Decree of Head of Bapepam No. 264/BL/2011 dated 31 May 2011 on the Takeover of Public Companies [hereinafter Bapepam Regulation No. IX.H.1 2011] amending Bapepam Regulation No. IX.H.1 2008; and (ii) the Decree of Head of Bapepam No. 263/BL/2011 dated 31 May 2011 concerning Voluntary Tender Offer [hereinafter Bapepam Regulation No. IX.F.1 2011] amending the Rule IX.F.1 2002." (MAKES, Yozu. *Challenges and Opportunities for the Indonesian Securities Takeover Regulations: a Comparative Legal Analysis. In:* University of Pennsylvania East Asia Law Review, Vol. 8, Spring 2013, p. 96-97).

[109] MAKES, Yozu. *Challenges and Opportunities for the Indonesian Securities Takeover Regulations: a Comparative Legal Analysis. In:* University of Pennsylvania East Asia Law Review, Vol. 8, Spring 2013, p. 97.

[110] *Idem. Ibidem.* p. 98.

(ii) qualitativos (uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia).

Contudo, diferentemente do Brasil, há, na Indonésia, a adoção de critério objetivo (titularidade de percentual de ações), que facilita a compreensão do critério quantitativo, ou seja, do percentual a ser adquirido por determinado acionista para que ele seja considerado novo acionista controlador.

Como observado anteriormente, não discutiremos questões específicas relacionadas às semelhanças e diferenças entre a Indonésia e o Brasil no que se refere à sua estrutura de capital, mas será dado destaque para a evolução do mencionado critério objetivo (titularidade do percentual de ações), pois a evolução do tratamento dado a esse critério elucida alguns objetivos pretendidos pela norma, ou seja, sua funcionalidade, que poderá ser útil para análise comparativa com a norma brasileira e sua função.

Com a evolução legislativas ocorridas em 2008 e 2011, observa-se duas mudanças significativas: (i) a retirada da redação que determinava ser possível refutar a presunção sobre exercício do controle[111]; e (ii) o aumento do citado percentual de 20% para 25%, em 2008 e, posteriormente, para mais de 50%, em 2011.

Observa-se manifestação doutrinária defensora do aumento do percentual como forma de aumentar a liquidez do mercado e garantir acesso para investidores que pretendem adquirir ações, como observado a seguir:

> The takeover regulation imposes requirements on any potential acquirer for disclosures, regulatory approvals, and mandatory tender offers, etc. that might be burdensome for companies if their corporate actions constitute a takeover. Therefore, from a potential acquirer's perspective, the threshold's increase allows more corporate takeover activity[112].

Em conclusão, sobre a Indonésia, podemos tecer algumas considerações principais. O primeiro ponto seria que, de todos os países analisados na presente dissertação, é o país cuja estrutura da norma mais se assemelha à brasileira, com a adoção de critérios quantitativos e qualitativos.

---

[111] Segundo a legislação de 2002, presume-se que o acionista titular do percentual previsto em lei deve ser considerado acionista controlador, sendo possível refutar tal presunção pelo próprio acionista titular das ações, a quem incumbe o ônus da prova.

[112] MAKES, Yozu. *Challenges and Opportunities for the Indonesian Securities Takeover Regulations: a Comparative Legal Analysis. In:* University of Pennsylvania East Asia Law Review, Vol. 8, Spring 2013, p. 98.

A segunda conclusão seria em relação à funcionalidade da norma, cujos contornos tornarem-se evidentes pela análise da mudança legislativa ocorridas em 2008 e 2011. A disciplina do *tag along* na Indonésia sofreu alterações para tornar o mercado de capitais da Indonésia mais atrativo. O percentual de ações necessário para incidência da obrigatoriedade de lançamento de oferta pública aumentou como forma de estimular a liquidez do mercado.

É possível inferir pela análise da legislação da Indonésia que há uma dupla preocupação legislativa. Em primeiro lugar, existe a preocupação em promover o tratamento igualitários nas hipóteses de alteração de controle. Contudo, tal funcionalidade também estaria atrelada ao fomento do mercado de capitais, para o qual a OPA obrigatória seria um entrave. Sendo a OPA instrumento que exige diversos gastos e ônus pelo acionista adquirente das ações, o legislador do referido país optou por aumentar o percentual de 25% para 50%, a fim de tornar menos frequente a incidência da OPA, estimulando o mercado de ações.

Sem entrar no mérito de ainda existir na redação atual da legislação na Indonésia possibilidade de se exigir o lançamento da OPA em vista puramente do critério qualitativo (poder de eleição dos administradores e inclusão de alterações no estatuto social), questiona-se se a alteração legislativa na Indonésia, de fato, preocupou-se em refletir a presunção de controle de forma mais exata (mediante alteração do percentual de ações) ou atendeu puramente os anseios de desenvolvimento do mercado de capitais.

Em vista do que observamos sobre a evolução do tema em nosso direito pátrio, muito mais do que a tutela aos acionistas minoritários, a regulação de ofertas públicas de ações apresenta, muitas vezes, justificativas de macro regulação do mercado de capitais, como o fomento à liquidez, na Indonésia. No Brasil, o *tag along*, também já foi excluído por motivações de regulação econômica, em despeito à tutela dos direitos dos minoritários. O artigo 254, da Lei das S.A., responsável por regular o *tag along*, foi excluído pela Lei 9.457/97, sendo a motivação de tal exclusão o fomento à política de privatização.

b) Espanha

A regulação das OPAs no direito espanhol sofreu alteração de um regime de regulação *a priori*, para um regime *a posteriori*. O marco regulatório é a *Ley de Mercado de Valores*, Lei nº 24, de 28 de julho de 1988 ("*Ley* 24/88"), regulada pelo Decreto nº 1.197, de 26 de julho de 1991 ("Decreto 1.197/91"). Sob a égide dos mencionados diplomas legais, a OPA era regulada em momento anterior à aquisição de ações, para quem pretendesse adquirir

participação societária igual ou superior a 25% do capital social. Nesse sistema, a OPA consistia veículo meio para aquisição do controle. Em resumo, observa HERMIDA:

> Este sistema se caracterizaba por dos rasgos esenciales (que después veremos que han variado en el régimen vigente): primero, exigía la OPA "a priori" en el sentido de que la formulación de la OPA era obligatoria para quien pretendía adquirir una participación significativa igual o superior a un 25% del capital de una sociedad cotizada, eso es, la OPA era el método previo para adquirir el control; y, segundo, admitía las OPAs parciales, en el sentido de que podían dirigirse a todo o a parte del capital de la sociedad cotizada objeto de la OPA en función de los porcentajes de capital con derecho a voto que se quisieran adquirir[113].

Com a promulgação da Diretiva 25/04, estudada com mais profundidade abaixo, o regime espanhol sofreu alterações a fim de se adaptar ao mercado europeu e promover o tratamento igualitário entre os países membros, tanto em relação à divulgação de informações, quanto ao estabelecimento de preço equitativo, em tutela dos minoritários[114]. Dentre as principais mudanças, está a regulação da OPA *a posteriori*. Com o Decreto 1.066, de 27 de julho de 2007 ("Decreto 1.066/07")[115], o artigo 60, da *Ley 24/88* passou a conter a seguinte redação:

> **Artículo 60.** *Oferta pública de adquisición obligatoria.*
> 1. Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:
> a) **Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad**;
> b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o
> c) Como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan. (…)
> 2. A los efectos del presente Capítulo, se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el **control de una sociedad cuando alcance**, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de **voto igual o superior al 30 por ciento**; o bien, cuando **haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros** del órgano de administración de la sociedad. (*Grifamos)*

---

[113] HERMIDA, Alberto Javier Tapia. *El Régimen de las Oferta Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España*. Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil,. Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Complutense. Mayo 2008, p. 10. Disponível em: <http://eprints.ucm.es/7900/1/A._Tapia.Régimen_OPAs.pdf> Acesso: 21.11.2016.

[114] "*Esta Directiva parte de unos principios generales (de trato equivalente e información suficiente de los accionistas de la sociedad afectada, art.3) e impone la OPA obligatoria con un precio equitativo para proteger a los accionistas minoritarios (art.5).*" (HERMIDA, Alberto Javier Tapia. *Op.. Cit.*, p. 11).

[115] Disponível em: <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483>. Acesso 19.11.2016.

Dentre os diversos aspectos interessantes observados na redação da legislação espanhola (e.g. possibilidade de aquisição de controle via pactos parassociais), daremos enfoque para a segunda forma de comprovação do exercício do controle. Como observado acima, além do primeiro critério quantitativo objetivo: titularidade de percentual superior a 30%, admite-se ser acionista controlador aquele que, ainda que titular de percentual inferior a 30%, tenha o poder de eleger mais da metade dos membros da administração.

Optamos por estudar com mais profundidade as particularidades da definição do exercício do controle e não necessariamente a funcionalidade pretendida com a mudança legislativa ocorrida na Espanha, pois as justificativas nesse sentido serão analisadas em item específico sobre o direito comunitário europeu, a seguir.

Apesar de se tratar de OPA obrigatória decorrente de aquisição de controle e não de alienação de controle, como no Brasil, é relevante analisar a forma como o segundo critério foi estabelecido pela lei espanhola, tendo em vista que esse critério qualitativo de controle está presente em ambos os ordenamentos. Tanto no Brasil quanto na Espanha, identifica-se a presença de controle mediante constatação da presença de acionista controlador e a comprovação do poder de eleger a maioria da administração como elemento essencial de demonstração do exercício deste poder.

O direito espanhol entendeu ser necessário o reconhecimento do exercício do poder de controle não apenas mediante a titularidade de percentual superior a 30%, mas também em hipóteses de controle minoritário, capaz de eleger mais da maioria dos membros da administração.

Contudo, ao contrário da lei brasileira atual, o sistema espanhol indicou regras mais objetivas para identificação do acionista controlador, conforme redação do Decreto 1.197/91:

> **Artículo 4. Participación de control.**
> 1. A los efectos del presente real decreto se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, **una participación de control de una sociedad cuando se dé uno de los siguientes supuestos**:
> a) Cuando alcance, directa o indirectamente, un **porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100**; o bien,
> b) cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un **porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición** del porcentaje inferior, en los términos del artículo 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado**, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad**.

A lei espanhola optou por impor critérios objetivos também para análise do poder de eleição da administração (análise qualitativa). Segundo tal ordenamento, tal análise deveria

ser feita nos últimos 24 meses posteriores à data da aquisição. A legislação foi além e trouxe uma série de presunções para determinação de eleição de membros por determinado acionista, como, por exemplo, ter sido eleito por sociedade do mesmo grupo societário do acionista, ser membro da administração do acionista nos últimos meses, dentre outros. Tais presunções podem ser refutadas mediante prova em contrário produzidas pelo acionista adquirente. [116]

O exemplo espanhol é interessante, pois parece trazer mecanismos mais próximos da realidade de controle atual. Além de adotar critério alinhado com a diretiva europeia, com estabelecimento de percentual objetivo de 30% das ações, mecanismo que garante mais segurança jurídica, incorporou critério adicional em reconhecimento do exercício de poder de controle acionário minoritário, com base na comprovação de eleição da maioria dos membros da administração em período temporal específico.

O Brasil parece estar na contramão desta tendência, pois apesar de reconhecer a possibilidade do exercício do poder minoritário para fins de interpretação do artigo 116 da Lei das S.A., ignora essa possibilidade na análise do exercício do poder de controle para fins de OPA. Além disso, não trouxe parâmetros objetivos, como a lei espanhola, tanto na determinação do critério quantitativo (titularidade de percentual de ações) quanto qualitativo (eleição da maioria da administração) para definição de acionista controlador.

c) Turquia

O quarto país analisado com semelhanças com o Brasil é a Turquia. Em linha com a legislação da Indonésia e Espanha, a Turquia estipula a obrigatoriedade de OPA mediante verificação de critérios quantitativos objetivos ou qualitativos. Nos termos do artigo 26[117], da

---

[116] **Artículo 6. Designación de consejeros.**
A los efectos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición en los casos en que se alcance el control, contenida en el artículo 3 se presumirá, **salvo prueba en contrario, que el titular de la participación ha designado miembros del órgano de administración de la sociedad afectada en los siguientes casos**:
a) Cuando el consejero haya sido nombrado por el titular de la participación o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo en ejercicio de su derecho de representación proporcional.
b) Cuando los nombrados sean, o hubieran sido en los 12 meses anteriores a su designación, consejeros, altos directivos, empleados o prestadores no ocasionales de servicios al titular de la participación o sociedades pertenecientes a su mismo grupo. (…) (Decreto 1.197/91)

[117] Obligation regarding takeover bid
ARTICLE 26 – (1) In the event that shares or **voting rights entitling the control of management have been acquired in publicly-held corporations, it is mandatory to make an offer in order to purchase the shares of other shareholders**. The procedures and principles regarding the execution of takeover bids and the exemption from the obligation of making takeover bid shall be determined by the Board.
(2) Holding **directly or indirectly more than fifty percent of the voting rights of the corporation alone or together with persons acting in concert, holding privileged shares which give the right to elect the absolute majority of the members of the board of directors or the right to nominate in the general assembly for the**

Lei de Mercado de Capitais Turca, Lei nº 6.362, de 6 de dezembro de 2012 ("Lei 6.362/12")[118], com as alterações introduzidas recentemente pelo artigo 12, do *Communiqué on Takeover Bids II-26.1,* publicado em 23 de janeiro de 2014 ("Communiqué II-26.1/14") [119], a OPA é obrigatória tanto em hipóteses em que há a aquisição de mais de 50% das ações com direito a voto, como em situações em que esse percentual não é atingido, mas existem direitos de voto que garantam a eleição da maioria da administração.

A alteração introduzida pelo *Communiqué II-26.1/14* foi responsável por tornar clara a adoção de ambos os critérios, de forma alternativa, conforme determinado no Artigo 12 do referido diploma legal:

> Control:
> ARTICLE 12 – (1) **Holding more than fifty percent of voting rights** of a corporation directly or indirectly, alone or jointly with persons acting in concert, **or regardless of such percentage, holding privileged shares enabling their holder to elect simple majority of total number of the members of the board of directors or to nominate for the said number of directors in the general assembly meeting**, is considered and treated as acquisition of control. However, this Article does not extend to cases where control cannot be acquired due to existence of privileged shares. *(Grifamos)*

A Turquia optou por percentual objetivo (50%+1), mas distinto do percentual adotado pela maioria dos países analisados (30%). Por um lado, tal dado pode refletir a estrutura de capital turca, possivelmente mais concentrada ou intenção do legislador de restringir a imposição de lançamento de OPA (e seus ônus correlatos) apenas para hipóteses em que um percentual muito elevado de ações é adquirido, em linha com a intenção do legislador da Indonésia.

Tais considerações encontram respaldo na doutrina que analisou a evolução legislativa na Turquia[120]. Observa-se que, em 2009, a Turquia aumentou seu percentual para OPAs

---

same number of members shall be deemed as gaining control of management. However cases where control of the management cannot be obtained due to the existence of privileged shares shall not be considered in the context of this article.
(3) **Even though no change occurs in the shareholding of the corporation, gaining of control of the management by some shareholders through special contracts** they would conclude between themselves without complying with the procedures and principles foreseen to be designated by the Board in the first paragraph of Article 23 and the procedures and principles mentioned in the sixth paragraph of Article 29 **shall also be considered in the context of this Article**.
(…) (*Grifamos)*

[118] Disponível em: <http://www.cmb.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=87&fn=87.pdf&submenuheader=null>. Acesso 19.11.2016.

[119] Disponível em: <http://www.cmb.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=508&ct=f&action=displayfile>. Acesso em 19.11.2016.

[120] DINÇ, Ilhan. *Mandatory Bids In Turkey: An Overview of the New Legal Regime. In:* Law and Justice Review, Volume IV, Issue 1, June 2013, p. 217.

obrigatórias de 25% para 50%+1. O *Communiqué Serial* nº 44, de 2 de setembro de 2009 ("*Communiqué 44/09*") , responsável por tal alteração, indica como justificativas: facilitar a parceria entre investidores estrangeiros e companhias turcas.

Assim, observa-se que a alteração de 2009 teve respaldo no incentivo ao mercado de capitais, sobretudo com o fomento de parcerias com investidores estrangeiros e levou em consideração a estrutura de capital turca. A doutrina corrobora tal entendimento, e acrescenta que a legislação sobre OPAs obrigatórias também visa garantir a proteção aos acionistas minoritários:

> The determination of the threshold for mandatory takeover bids, on the one hand, **is important for the purchase of the shares of the local companies by the foreign capital. Because, after an investment made by a foreign capital, the requirement of mandatory takeover might deter the investors** (...) Hence, the **protection of minority shareholders and stock investors is another aspect of the subject regarding the determination of the threshold for the mandatory takeover bids**. If we examine the shareholding structure of the publicly-held corporations in Turkey, we will see that the free float rate is low and that the majority of the shares that are not publicly held are controlled by families/persons/groups. In such corporation where the free float rate is so low, the management control is in the hands of persons or groups who hold 50% and more of the shares[121]. *(Grifamos)*
>
> .

Em linha do que observado no caso da Indonésia, procura-se, na Turquia, fomentar o mercado de capitais (sem onerar demasiadamente os adquirentes de ações), mas sem deixar de garantir a tutela aos minoritários.

Talvez a recente alteração introduzida pelo *Communiqué II-26.1/14* reflita justamente reforço a tutela dos minoritários, tornando obrigatória, também, a OPA em casos em que a maioria da administração seja eleita, ainda que o acionista seja titular de percentual inferior das ações com direito a voto.

d) Itália

Dentre os países que incorporaram as regras da Diretiva 25/04, selecionamos, além da regra espanhola, indicada acima, o caso italiano, pois foi alvo de recente alteração legislativa, cujo resultado foi a introdução de diferentes percentuais que "dispararíam a OPA" a depender do tipo societário envolvido.

---

[121] DINÇ, Ilhan. *Mandatory Bids In Turkey: An Overview of the New Legal Regime. In:* Law and Justice Review, Volume IV, Issue 1, June 2013, p. 19.

O Decreto-Lei nº 91, de 24 de junho de 2014, convertido com alterações na Lei nº 116, de 11 de agosto de 2014 ("*Decreto Competitività*") introduziu alterações na lei societária e de mercado de capitais italiana previstas no Decreto Legislativo nº 58, de 24 de fevereiro de 1998, cujo objetivo foi promover investimentos de longo prazo e garantir o acesso ao mercado de capitais italiano. A Comissão de Valores Mobiliários da Itália – CONSOB adotou novas regras como forma de adaptar a regulação às novas diretrizes do *Decreto Competitività*. A principal modificação introduzida foi sopesar o princípio "*one share one vote*", permitindo direitos de voto especiais, ou "super votos" às ações de determinado emissor em relação a eleição e remoção de administradores em razão da titularidade das referidas ações por determinado lapso temporal.

As alterações específicas nas regras sobre OPAs obrigatórias refletiram as modificações das ações com "super votos", mas também incluíram novo percentual de ações de 25% para as OPAs obrigatórias. Se atingido o referido percentual e nenhum outro acionista fosse titular de percentual superior de ações, a OPA seria obrigatória. Tal percentual não seria aplicável para empresas pequenas e médias ("PME")[122]. Para as PME, a nova legislação delegou ao estatuto social determinar percentual entre 25-40%.

A novidade do modelo italiano é justamente levar em consideração os diferentes tamanhos de companhias e faturamento para ajustar o percentual de forma mais adequada à realidade destas companhias.

Entende-se que a flexibilidade de critérios a depender do tamanho da companhia envolvida na operação poderia ser sugestão interessante para mercado de capitais menos desenvolvidos ou muito heterogêneos, como é o caso do Brasil, com companhias abertas com portes muitos distintos.

e) União Europeia - Diretiva 25/04

A funcionalidade das OPAs obrigatórias no direito comunitário europeu é clara e está expressa no preâmbulo da Diretiva 25/04:

> The EU wishes to offer European businesses greater legal certainty with regard to takeover bids, while **protecting the interests of shareholders (and particularly minority shareholders), employees and any other interested parties**. It is using a

[122] Segundo a lei italiana, pequena e média empresa pode ser definida com base na última demonstração financeira da companhia, sendo aquelas com faturamento inferior a 300 milhões, em média (artigo 20 do *Decreto Competitività)*.

> directive to introduce **transparent rules** that will apply throughout the EU to **cross-border takeover bids**, in the interests of all concerned. This means, for example, strengthening the rules on informing shareholders about bids (period for acceptance, consideration, financing of the bid, etc.) The EU is also promoting corporate restructuring to help **boost the competitiveness of the European market**. *(Grifamos)*

Pela análise da redação do preâmbulo acima, observamos três objetivos principais: (i) proteção dos interesses dos acionistas, em especial dos minoritários, bem como dos empregados e demais partes interessadas; (ii) promoção de maior transparência na União Europeia, como forma de fomentar ofertas públicas entre partes de diferentes países membros (*same level playig field*); e (iii) reestruturação societária, com intuito de promover maior competitividade do mercado europeu.

Outros argumentos, de caráter econômico, também foram levados em consideração na elaboração da Diretiva 25/04. De acordo com trabalho de grupo de estudo especializado responsável por estudos que culminaram na promulgação da Diretiva 25/04 ("Grupo de Trabalho"), as aquisições de controle são meios utilizados pelos adquirentes para promoção de valor, mediante sinergias entre o seu negócio existente e o da companhia alvo[123]. Nesse sentido, as OPAs garantiriam maior acesso as referidas sinergias entre os países membros, além de garantir maior competitividade em relação ao mercado externo.

Sob a perspectiva dos acionistas, o Grupo de Trabalho indicou que eles seriam beneficiados com a possibilidades de venda de suas ações por preço superior ao preço de mercado. Tal preço seria oferecido pelo adquirente caso ele entendesse que os recursos da companhia seriam melhor utilizados sob sua gestão e controle e que valeria lançar a OPA obrigatória tendo em vista a expectativa de rentabilidade da companhia.

Por fim, o aludido Grupo de Trabalho destacou que as OPAs também teriam a função de disciplinar a administração das companhias de capital pulverizado. Na hipótese do desempenho dos administradores não atender os interesses da companhia, o preço das ações iria desvalorizar e a companhia rival poderia demonstrar interesse em promover uma oferta, acreditando que, sob sua gestão, a companhia alvo teria melhor performance, o que geraria benefícios a longo prazo não apenas aos acionistas e demais *stakeholders* da companhia, mas da sociedade como um todo[124].

---

[123] *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelas, 10 de janeiro 2002. Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf>. Acesso em: 18.11.2016, p. 19.

[124] *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids,* p. 19.

Dentre os objetivos apresentados acima, destaca-se a função de proteção aos acionistas minoritários também presente em item específico com a descrição dos eventos que criam a obrigação de lançamento de OPA:

> **Protection of minority shareholders, mandatory bid and equitable price** *
> Where a natural or legal person, as a result of his own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him *, holds securities of a company which give him a specified percentage of voting rights in that company, giving him control of that company, Member States must ensure that such a person is required to make a bid **as a means of protecting the minority shareholders of that company**. Such a bid must be addressed at the earliest opportunity to all the holders of those securities for all their holdings at the equitable price. *(Grifamos)*

Em relação à definição do percentual de direitos de voto para determinação da transferência do controle da companhia ao acionista adquirente, o Grupo de Trabalho teceu considerações relevantes relacionadas ao risco envolvido na oferta pública. Para os autores, o percentual de ações eleito pelos Estados Membros não deveria incluir ações não expostas de forma substancial ao risco. Infere-se da redação original, que a análise do percentual de ações deveria considerar acionista controlador como aquele que é o maior *residual claimant* e estaria mais sujeito ao risco[125]. Entretanto, a referida definição não trouxe contornos específicos para se determinar qual acionista seria mais exposto ao risco.

Como todos os acionistas são credores residuais da companhia, em nosso entender, não seria suficiente indicar a exposição ao risco como fator determinante na definição de percentual sujeito à OPA obrigatória.

Na análise do Grupo de Trabalho, tal percentual não deveria ser superior a 75% e os países membros deveriam optar pelo menor percentual capaz de determinar o voto em resoluções especiais, como alterações dos estatutos sociais das companhias e deliberações sobre reestruturações societárias. A lógica de imposição da OPA ao adquirente do denominado *risk bearing capital* é que ele poderia, via de regra, exercer o controle, pela titularidade deste determinado número de ações e, assim, controlar as operações e negócios da companhia.

---

[125] *"Threshold*
*The Group believes that the break-through rule should be available to an offeror who has made a general bid on all the shares of the company and who has acquired **a certain threshold of risk bearing capital as a result of the bid**, i.e. a certain percentage of the share capital which is **entitled to the residual profits and assets of the company. Non-risk bearing capital in this sense should not be included in the calculation of the threshold**."* *(Grifamos) (Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, p. 30.

Em resumo, dentre as funcionalidades específicas do mercado europeu, como a geração de sinergias entre os países, a promoção de transparência, o estabelecimento de um *same level playing field* entre os Estados e promoção de competitividade à União Europeia, a função *interna corporis* principal do estabelecimento da OPA obrigatória seria a tutela dos acionistas minoritários, em linha do previsto no ordenamento brasileiro.

No entanto, a maneira pela qual a regra foi estruturada é distinta. A Diretiva 25/04 foi estruturada de tal forma que incumbiu a cada país membro a tarefa de determinar o percentual de ações suficiente para exercício de controle sobre a companhia. A adoção deste critério deveria levar em conta percentual legal previsto em cada ordenamento capaz de garantir predominância nas deliberações sociais relevantes, como observado acima. A opção defendida pela diretiva é reconhecer o exercício do controle e onerar o adquirente do *risk bearing capital*, mas priorizou também a objetividade.

A definição de percentual objetivo[126] está alinhada ao fomento à transparência, outro pilar fundamental que motivou a elaboração da Diretiva 25/04. O estabelecimento de regras objetivas facilitaria o relacionamento entre os países membros, o que foi reconhecido posteriormente por *Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions,* emitido em 28 de junho de 2012 ("*Report*")[127].

Em linhas gerais, entendeu-se que a aplicação da Diretiva foi positiva. Reconheceu-se que o percentual de 30% adotado pela maioria dos Estados membros estava alinhada com a tendência internacional e fomentou transparência entre os países. No entanto, o *Report* indicou dificuldades e discrepâncias na aplicação do termo *acting in concert*, cujos contornos são necessários para determinação de atendimento ou não do percentual que dispararia a obrigação de lançamento da oferta[128].

Adicionalmente, o mencionado estudo identificou padrão de atuação de certos investidores com intuito de burlar as regras sobre oferta obrigatória, mediante aquisição de

---

[126] A maioria dos países membros adotou percentual de 30%, como Alemanha, França, Reino Unido e Itália (para empresas de grande porte).

[127] Disponível em:<http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf>. Acesso em: 11.11.2016.

[128] *"To mitigate uncertainty around the application of the concept of "acting in concert" some national issued interpretative guidelines or presumptions. However, the content of these guidelines is not the same. The existence of different definitions and interpretations on national level is a source of uncertainty for international investors who wish to cooperate with each other and might have a limiting effect on their willingness to engage actively with investee companies. This is confirmed by respondents to the Commission Green Paper on the EU Corporate Framework who expressed the view that there is a need to clarify existing provisions on "acting in concert"."* (*Report,* p. 6).

percentual marginalmente inferior ao percentual legal, sem o ônus de ter que lançar OPA, mas exercendo o controle *de facto*[129].

Observamos que os problemas enfrentados pela aplicação da diretiva europeia, oriundos de incerteza quanto aos critérios legais, também podem acometer o Brasil da forma como a nossa legislação tem sido estruturada, em especial em hipóteses de controle compartilhado, de forma semelhante como o termo *acting in concert,* alvo de questionamentos.

f) Estados Unidos

Como observado acima, o direito norte-americano não apresenta regras gerais de oferta pública obrigatória. A teoria que prevaleceu no ordenamento americano foi a defendida por EASTERBROOK e FISCHEL, em que se priorizou a maior liberdade possível no mercado de controle acionário, que seria acomodado via estabelecimento de preço[130]. O controle via preço pautou-se na *Efficient Market Hypothesis,* cujo marco foi o trabalho de FAMA, defensor da ideia de que os investidores podem escolher investir em valores mobiliários, segundo a presunção de que o preço de tais valores, a qualquer tempo, reflete de forma plena todas as informações disponíveis sobre a companhia. Assim, o mercado seria considerado eficiente na medida que os preços refletissem todas as informações disponíveis[131].

Diante do exposto acima, não existem regras federais ou estaduais que tornem a OPA obrigatória nas hipóteses de aquisição de determinado percentual de ações ou na alienação do controle acionária[132].

Nesse sentido, destaca-se o entendimento do Instituto de Direito Norte-Americano sobre os Princípios de Governança Corporativa *(American Law Institute's Principles of Corporate Governance – ALI)*, em seu comentário 5.16, sobre o compartilhamento do prêmio de controle:

---

[129] *"It has also been argued that offerors can acquire a controlling stake without having to launch a mandatory bid by keeping their participation just below the control threshold, while de facto they are able to control the company, or by acquiring a derivative position."* (*Report,* p. 8).

[130] EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991, p.191.

[131] FAMA. Eugene F. *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*. Journal of Finance, Volume 25, Issue 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighht Annual Meeting of the American Finance Association. New York, N.Y. May, 1970, p. 383.

[132] Segundo Estudo contido no *Apêndice I*, alguns Estados apresentam regras para evitar "*control share cash-out*". Em tais Estados, se o ofertante obtém certo percentual de votos (20% na Pensilvânia,, 25% no Maine e 50%+1 na Dakota do Sul), os demais acionistas têm o direito de exigir que suas ações sejam adquiridas por um preço justo.

> I the **premium is paid for the opportunity to exploit minority shareholders, the sale should be discouraged by requiring the premium to be shared**. If the premium **reflects only what otherwise would have been the corporation's share of the efficiency gains that will result from the transfer of control**, requiring the premium to be shared will not discourage the transfer of control, because **even with a sharing requirement the sale will still make the controlling shareholder better off**. If, alternatively, the **premium reflects a differential in value between controlling and minority shares that is not the result of exploiting minority shareholders** – for example because control allows a controlling shareholder the opportunity to direct the fortunes of the corporation, rather than rely exclusively on independent management whose interests may diverge from those of shareholders – **the argument is that there is no reason to discourage beneficial transfers of control by sharing requirement**[133]. *(Grifamos)*

A análise acima avalia os impactos do compartilhamento do prêmio nas transferências de controle. Segundo tal análise, a alienação deveria ser desencorajada, via compartilhamento de controle, se o prêmio é pago com intuito de prejudicar os demais acionistas minoritários. No entanto, a situação seria diversa se o pagamento do prêmio refletisse apenas os ganhos de eficiência gerados com a transferência de controle. Nessa última hipótese, é possível admitir que o compartilhamento de prêmio aos demais acionistas não desencorajaria as transferências de controle, pois a eficiência gerada com a transferência de controle, mesmo com as exigências de compartilhamento, deixariam o controlador em melhor situação.

Contudo, terceira hipótese é analisada pelo referido comentário, em que não haveria justificativa que estimulasse o requerimento de compartilhamento de prêmio. Caso o prêmio não fosse nem reflexo de eficiência gerada com a transferência do controle ou resultado de exploração dos acionistas minoritários, mas reflexo da diferença de valor entre ações do controle e ações dos minoritários, o compartilhamento não se justificaria.

Esta última hipótese reflete o princípio prevalecente no direito norte-americano, pautado na ideia de que o prêmio atribuído ao controle não deve ser compartilhado entre todos os acionistas. Nesse sentido, não caberia *tag along* nas situações de transferência de controle, em que o prêmio representasse exclusivamente o valor atribuído o controle.

A opção de tratamento do tema pelo direito norte-americano é minoria se comparada aos demais ordenamentos, onde a grande maioria optou pelo compartilhamento do prêmio de controle, como forma de tutela ao direito ao tratamento igualitário a ser conferido aos acionistas minoritários, em linha com a funcionalidade pretendida pelo direito brasileiro.

---

[133] O'KELLEY, Charles R. T. *Corporations and other business associations: cases and materials*. 7th Ed. New York: Wolters Kluwer. Law & Business, 2014, p. 818.

Por fim, apesar de o direito norte-americano não estabelecer regras específicas que tornam a OPA obrigatória em hipóteses de alienação de controle, existem evidências de *Common Law* que reconhecem a presunção de controle em vista da titularidade de determinado percentual de ações em outros cenários não relacionados a hipóteses de oferta pública. Nesse sentido, observa-se o caso *Essez Universal Corp. v. Yates*[134] em que houve o reconhecimento de que a aquisição de 28,3% das ações com direito a voto em uma companhia aberta corresponderia ao controle da companhia. No caso, inclusive, o ônus da prova recaiu sobre o acionista minoritário que deveria provar que a titularidade das referidas ações não seria *"tantamount of control"*, cujo direito de eleger a administração seria inerente.

Observa-se, nesse sentido, o reconhecimento de percentual de ações similar à maioria dos países analisados no estudo constante no *Apêndice I* (30%) como indicador de presunção de poder de controle ou, como observado no caso, *"tantamount of control"*[135].

3.4. Estrutura da norma brasileira *vis-à-vis* os demais ordenamentos

Em primeiro lugar, observamos que o Brasil é o único, dentre os países analisados no *Apêndice I*, a ter estruturado a OPA obrigatória de forma restrita às hipóteses de alienação de controle. A grande maioria dos países estabelece a OPA vinculada à aquisição de percentual específico de ações de forma mais ampla, incluindo como consequência de operações societárias, acordo de acionistas, etc. Na Espanha por exemplo, a OPA seria obrigatória tanto em hipóteses de aquisição de determinado percentual, como mediante tratamento da matérias em pactos parasssociais ou situações análogas com os mesmos pressupostos que regularmente sejam estabelecidas[136].

No Brasil, admite-se a OPA, em formato similar, apenas em hipóteses de alienação de controle, caracterizadas pela: (i) a conferência da titularidade do poder de controle à pessoa

---

[134] *Essez Universal Corp. v. Yates, United States Court of Appeals, Second Circuit*, 1962. 305 F.2d 572 (O'KELLEY, Charles R. T. *Corporations and other business associations: cases and materials*. 7th Ed. New York: Wolters Kluwer. Law & Business, 2014, p. 812).

[135] *Idem*.

[136] "**Artículo 60.** *Oferta pública de adquisición obligatoria*.

1. Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:

a) **Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad**;

b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o

c) Como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan." (*Ley* 24/88)

diversa do anterior detentor de controle, mediante (ii) transferência de ações do bloco de controle realizada a título oneroso[137].

Apesar da diferença de tratamento dada à matéria (*aquisição vs. alienação)*, observamos que a principal função que regula o tema nos demais países (com exceção dos Estados Unidos) seria a mesma do Brasil: promoção do tratamento igualitários aos acionistas, mediante compartilhamento do prêmio de controle.

Outra semelhança seria a de determinar a obrigatoriedade da OPA para as hipóteses em que há a conferência do poder de controle à pessoa diversa do antigo controlador. Como no ordenamento brasileiro, as hipóteses de OPA obrigatória são determinadas pela presença de novo acionista controlador. Entretanto, fora a já mencionada diferenciação entre alienação e aquisição de controle, a diferença principal do tratamento do assunto entre os demais países e o Brasil está na estrutura legal prevista para definição do poder de controle.

A grande maioria dos países (21 dos 32 analisados no *Apêndice I*) utilizam certo percentual específico de ações para estabelecer hipótese obrigatória de lançamento de OPA por aquisição de controle. O estabelecimento de percentual específico representa presunção do exercício de controle. Em linha com o disposto pelo Grupo de Estudos para elaboração da Diretiva 25/04, recomenda-se que tal percentual seja estabelecido com base no quórum necessário para aprovação de matérias-chave como, por exemplo, reestruturações societárias e eleição da administração, o que seria indicativo do exercício de controle que, em geral, estaria em torno de 30% na maioria dos países estudados.

Além disso, dentre os países que utilizam critério qualitativo (eleição da maioria da administração), alternativamente a tal critério objetivo (Indonésia, Turquia e Espanha), baseado na titularidade das ações, reconhece-se contornos mais objetivos como determinação de lapso temporal para verificação da maioria de administradores, bem como presunções mais gerais como, por exemplo, na Espanha[138], ao se atrelar o voto de companhia controlada à controladora para análise do exercício do controle.

O Brasil estaria em minoria ao utilizar definição ampla de acionista controlador, para imposição das hipóteses em que a OPA por alienação de controle seria obrigatória. A Lei das S.A. não trouxe contornos específicos para definição de controle ou acionista controlador para esse fim. A Instrução 361/02 indica que tais contornos devem ser os delimitados pelo artigo

---

[137] Para mais detalhes, ver Caso Copesul (Processo CVM RJ2007/7230, Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL, j. em 11.07.2007), no *Apêndice III*.

[138] *"**Artículo 6. Designación de consejeros.***
(…)
a) Cuando el consejero haya sido nombrado por el titular de la participación o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo en ejercicio de su derecho de representación proporcional. (…)" (Decreto 1.197/91)

116, da Lei das S.A. Contudo, na prática, tal interpretação pode gerar dificuldades em seu aplicação prática, como indicado nos *Capítulos IV e V*, a seguir

Questiona-se, em vista dos exemplos de estruturas legais mais objetivas constantes nos demais países, se não seria conveniente para o Brasil adoção de critério quantitativo objetivo que representasse presunção de poder de controle ou se, em linha como feito na Indonésia e Espanha, não seria conveniente incorporar outros elementos à estrutura legal que possibilitasse verificar com mais precisão os critérios qualitativos, como o exercício do poder de controle via comprovação da eleição da maioria da administração em determinado paríodo de tempo. O antigo artigo 254 da Lei das S.A., regulamentado pela Instrução 401/76, apresentava redação mais alinhada nesse sentido e determinava que acionista controlador seria a pessoa ou grupo de acionistas titulares de ações que lhe asseguram a *"maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia"*.

Em resumo, reconhece-se diferença estrutural entre a OPA brasileira e das dos demais países. Entretanto, maior objetividade quanto ao critério utilizado para definição de controle para fins de aplicação do artigo 254-A traria mais segurança jurídica à matéria, sobretudo em situações em que o controle é exercido de modo compartilhado, em que há acordo de acionistas com direito a vetos, dentre outras hipóteses limítrofes que dificultam a aplicação prática do diploma legal[139].

Para considerações adicionais nesse sentido, ver *Capítulo VI*.

[139] Para análise de demais hipóteses limítrofes de aplicação do artigo 254-A, ver o *Capítulo V*.

CAPÍTULO IV
ESTUDOS DE CASOS DA CVM

4.1. Falta de critérios definidos para aplicação do artigo 254

Como observado na *Introdução* ao presente trabalho, na ausência de claros contornos legais, foi feita tentativa de identificar, com base no casos julgados pela CVM, se seria possível estabelecer elemento essencial comum capaz de auxiliar na construção do conceito jurídico de controle para fins do artigo 254-A, especialmente em relação às hipóteses de controle compartilhado via acordo de acionistas.

Como salientado no Parecer/CVM/SJU/nº 086 – 09.12.1982 ("Parecer SJU nº 086/82"):

> Fruto de toda essa exploração doutrinária e da vivência dos fatos econômicos, incitadores da atividade normativa do Estado, vários conceitos legais produziram-se, alcançando algumas formas de manifestação do controle ou alguns de seus atributos, com o fim de regular situações em que a potencialidade ou o exercício do poder de controle suscitem a interferência governamental. (*Grifamos*)

No esforço de delimitar tal conceito, analisou-se a forma como a CVM tem interpretado o artigo 254-A em casos de compartilhamento de controle, em momento anterior e após a vigência da Lei nº 10.303/2001. Tal análise baseou-se, principalmente, nos julgados da CVM, cujo resumo completo encontra-se nos *Apêndice II* a *III* ao presente trabalho.

Apesar dos esforços de sistematização, como já antecipado na *Introdução*, o estudo de casos não teve resultado satisfatório no que se refere à especificação de parâmetros para definição do conceito de controle a ser utilizado na interpretação do artigo 254-A. Em análise preliminar, é possível estabelecer que o conceito predominante seria o de controle como sinônimo de titularidade da maioria das ações com direito a voto da companhia (50%+1). Em análise objetiva dos julgados, este é o entendimento que prevalece. No entanto, reduzir a interpretação de tal artigo a mencionado conceito objetivo parece estar em desacordo com a maneira como a própria lei societária entende o controle, como fato social, cujo exercício deve ser regulado a depender da função pretendida pela norma.

A análise dos julgados evidenciou principalmente a falta de conexão entre a funcionalidade da norma (manutenção do tratamento igualitário) e a aplicação aos casos

práticos. Em resumo, os casos trataram da funcionalidade da norma com superficialidade e, aparentemente, com bastante discrepância em relação à fundamentação contida na evolução legislativa indicado no *Capítulo II*, acima. Utilizou-se da premissa que a OPA seria cabível em casos em que houvesse a "quebra do quadro acionário". E, assim, faria sentido a aplicação do critério objetivo de alienação da maioria das ações com direito a voto.

No entanto, membros da própria CVM questionam tal entendimento, como manifestação do Diretor Eli Loria no Caso CBD, em que o Diretor entendeu, de *lege ferenda*, ser possível a confirmação de alienação de controle em situações em que menos da maioria das ações com direito a voto são alienadas .

Como forma de complementar a interpretação dada pelos julgados, foi feita análise de todas as OPAs por alienação de controle registradas perante a CVM desde 2006, conforme dados contidos no *Apêndice IV*. O objetivo de tal análise foi identificar os eventos que tornaram a OPA por alienação obrigatória caso a caso.

O resultado de tal análise reforçou a indicação dos julgados da CVM de que a OPA seria incidente apenas às hipóteses em que a maioria das ações com direito a voto são alienadas.

Contudo, ao menos em um caso, no Caso Acesita[140], a OPA foi realizada em hipótese de alienação de 37,13% das ações com direito a voto em vista do que foi deliberado em acordo de acionistas. Segundo entendimento da companhia ofertante, nos termos do acordo de acionista, *"a poder tomar individualmente todas as decisões relativas à Companhia, tendo assim sido configurada a alienação do controle da Companhia, para fins do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações.*[141]*"* Tal caso evidencia ao menos desconforto sobre interpretação da matéria pela forma como está redigida.

De todo modo, ainda que não tenha sido possível aprofundar o tema como era a intenção do presente *Capítulo*, buscar-se-á apontar a evolução da autarquia sobre a disciplina, de forma a apontar convergências e divergências entre os casos, principalmente com o intuito de tecer críticas e levantar situações em que a aplicação da regra da maioria de ações com direito a voto não parece atender os objetivos previstos pela lei de manutenção do tratamento igualitário entre os acionistas.

---

[140] Ver item 1 do *Apêndice IV*.

[141] Edital de Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Acesita S.A., datado de 27.01.2006.

4.2. Histórico dos julgados na CVM

O tema foi analisado inicialmente pela CVM na década de 80, por meio de Pareceres, anteriormente à promulgação da Lei nº 10.303/2001, ainda sob a égide do artigo 254.

Inicialmente, como previsto no Caso Pereira Lopes[142] e Companhia E[143], identificou-se a presença de controle compartilhado, sem a necessidade de acordo de votos formalmente estruturado nesse sentido. Em ambos os casos, o compartilhamento foi evidenciado pelo acordo de voto informal em sociedade *holding*, por meio da qual era exercido o controle na companhia aberta.

Especificamente no Caso Pereira Lopes, a relação familiar entre os acionistas titulares de ações de *holding*, controladores indiretos da companhia aberta Pereira Lopes, bem como a prática reiterada de votações em conjunto entre eles, foram considerados elementos definidores do compartilhamento de controle, ainda que o referido grupo não detivesse, isoladamente, a maioria das ações com direito a voto. A preponderância do grupo nas deliberações das assembleias anteriores também foi considerada elemento identificador do poder de controle.

Assim, considerou-se ter havido a transferência de controle indireto da companhia Pereira Lopes em decorrência da cessão das ações de emissão da *holding*, de titularidade do aludido grupo, ainda que formalmente não tivesse ocorrido a cessão da maioria das ações da mencionada companhia controladora. Consequentemente, foi determinada a realização de oferta pública de aquisição de controle ("OPA").

No entendimento do Parecer, seria irrelevante o fato de cada um dos cedentes de participação acionária não ser titular, individualmente, do "mando societário", sendo suficiente a reunião dos vários acionistas, capazes de preponderar nas deliberações sociais.

A preponderância nas deliberações assembleares também foi considerada elemento caracterizador do poder de controle no Caso de Companhia E. No caso em questão, foi constituída *holding* por grupo de acionistas vinculados por acordo tácito de votos[144], com intuito de controlar a companhia aberta "E". Apesar do reconhecimento da situação de controle compartilhado, não se considerou ter havido a alienação deste controle acionário em decorrência da operação em análise, mas apenas reestruturação societária que acarretou a

---

[142] Pereira Lopes-Ibesa S.A. – Parecer SJU CVM nº 86, de 09.12.1982 ("Caso Pereira Lopes").
[143] Parecer SJU CVM nº 66, de 06.11.1985 ("Caso Companhia E").
[144] A evidência de controle compartilhado foi a comprovação da votação em conjunto nas assembleias gerais da companhia "E".

interposição de nova *holding* na estrutura societária. Nesse caso, não se considerou obrigatória a realização de OPA por alienação de controle.

Além disso, nos Casos Pereira Lopes e Companhia E foram considerados alguns elementos caracterizadores do negócio de alienação de controle, como, por exemplo: (i) o sobrepreço pago pelas ações; (ii) a obrigação dos cedentes de arcar com garantias de passivo; e (iii) o tratamento não equitativo dos acionistas.

Por outro lado, no Caso Banco Sul[145], prevaleceu o entendimento da CVM de que haveria alienação de controle societário apenas na hipótese de alienação da maioria das ações votantes da companhia, ao contrário do demonstrado no Caso Pereira Lopes.

O caso merece destaque pois foi a própria área técnica da CVM, Gerência de Operações Especiais ("GEO"), que solicitou a manifestação da Superintendência Jurídica da CVM ("SJU") sobre o tema. Ao contrário do entendimento da SJU, apontado acima, a advogada parecerista[146] que formulou o questionamento à SJU entendeu que a interpretação mais adequada do conceito de controle para fins do artigo 254 seria aquela que considera tanto o controle minoritário quanto o majoritário.

Diante do exposto, observa-se posicionamento oscilante na CVM já nos primeiros casos que trataram do artigo 254 sob a perspectiva do compartilhamento de controle.

Inicialmente, a alienação de ações, não correspondentes à maioria das ações com direito a voto, mas vinculadas por acordo tácito entre os 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 de OPA (Caso Companhia E).

Verifica-se a determinação dos dois principais pontos a serem analisados para definição da obrigatoriedade da realização de OPA[147]: (i) identificação de elementos que denotem que os acionistas alienantes de ações são controladores da companhia; e (ii) presença de elementos qualificadores do negócio jurídico de alienação de controle.

A análise dos supramencionados pontos continuou a ser feita pela CVM também após a introdução do artigo 254-A, nos termos da Lei nº 10.303/2001, como observado a seguir.

---

[145] Parecer SJU CVM nº 67, de 17.10.1984 ("Caso Banco Sul Brasileiro").
[146] A advogada Gloria Marcia Percinoto atuou como parecerista no caso.
[147] Tais elementos comuns não são exclusivos para hipóteses de compartilhamento de controle, mas merecem ser aprofundados a fim de se identificar o entendimento da CVM sobre o artigo 254-A.

O primeiro *leading case* a ser analisado é o Caso Aracruz[148], julgado em 2002, em que se discutiu se a aquisição de parcela das ações vinculadas a acordo de acionistas configuraria alienação de controle. A área técnica considerou que sim, pois parcela das ações de um único acionista, membro do bloco de controle, teria sido alienada, negócio cuja efetivação representou a entrada de terceiro (Votorantim) no bloco de controle da referida companhia, como observado a seguir:

> O controle acionário da Aracruz é partilhado entre os signatários do Acordo de Acionistas, como admite a própria recorrente. São, portanto, todos controladores. A esse respeito, a Lei das S/A, em seu art. 118, § 2o, é clara, não permitindo que, pelo fato de existir um grupo de controle, o acionista participante deste grupo se exima das suas responsabilidades como controlador: (…)

No entanto, o Colegiado discordou de tal entendimento e, em linha do proferido no Caso Companhia E, entendeu haver alienação de controle apenas na hipótese de 50% mais uma ação com direito a voto alienadas. Ou seja, apesar de membro do bloco de controle ter alienado sua ações, o controle em si não teria sido alienado.

Observa-se o reconhecimento do controle da companhia apenas em relação ao controle majoritário, comprovado de maneira objetiva, desconsiderando elementos utilizados anteriormente nos Casos Pereira Lopes e Companhia E, como preponderância nas últimas assembleias gerais, característica de comprovação de existência de controle minoritário.

Em 2006, o Colegiado da CVM julgou o Caso CBD[149], em que foi determinada a realização de OPA por alienação de controle em decorrência da realização concatenada de determinados atos, previstos em acordo de associação envolvendo a companhia, conforme analisado a seguir.

Inicialmente, segundo o referido acordo, Casino, então minoritária, com participação de 30%, teria direito de veto em relação a diversas matérias, tanto de natureza patrimonial quanto política[150]. A implementação dos termos previstos no acordo ocorreria em duas etapas. Em primeiro lugar, Casino iria adquirir 50% das ações com direito a voto. Na sequência, teria a opção de compra de uma ação ordinária dos acionistas vendedores integrantes da família

---

[148] Processo CVM nº RJ 01/10329, Aracruz Celulose S.A. ("Aracruz"), j. em 19.02.2002.

[149] Processo CVM nº RJ 2005/4069, Companhia Brasileira de Distribuição ("CBD"), j. em 11.04.2006.

[150] O acordo de acionistas conferia ao Casino o direito de veto com relação a: (i) certas decisões que poderiam alterar os direitos das ações de titularidade de Casino; (ii) certas decisões relativas a operações entre partes relacionadas; (iii) certas decisões relativas à gestão da CBD, com grande impacto nos seus negócios; e (iv) eleição de membros do Comitê Executivo.

Diniz ("AD"), por valor simbólico, bem como de adquirir as demais ações com direito a voto de titularidade de AD.

Diante do exposto, o Colegiado decidiu, por unanimidade, pela necessidade de realização de OPA por alienação de controle, segundo os seguintes argumentos: (i) seria irrelevante a segunda parte da operação, tendo em vista que alienação do controle já teria se operado desde logo com a celebração do acordo; (ii) não seria aplicável o conceito de controle previsto no artigo 116[151] aos casos de alienação de controle (argumento utilizado pelos recorrentes), sobretudo a comprovação do uso efetivo do poder previsto no artigo 116, (b); (iii) antes da celebração do acordo de associação, apesar de Casino ter celebrado um acordo de voto com o controlador que garantia certos direitos de veto, não estaria configurado o controle compartilhado típico que necessita que os acionistas unam suas ações para exercício do poder de controle; e (iv) com a alienação de ações, a Casino passaria a ser titular de mais de 50% + 1 das ações com direito a voto, o que ensejaria a obrigação de realizar a oferta pública de ações.

Como observado, o Caso CBD foi o primeiro a identificar certas características em acordos de votos (presença de vetos específicos para determinadas matérias, por exemplo)[152] que desconfigurariam situações de acordo de acionistas para compartilhamento de controle. No entanto, não trouxe grandes contribuições para determinação do contorno do que seria o controle compartilhado.

Em relação à alienação de controle, entendeu ser obrigatória a OPA tendo em vista que a Casino, não considerada membro do bloco de controle, como observado acima, passaria a ser titular de mais de 50% das ações com direito a voto da CBD. Manteve-se o entendimento de que o controle seria alienado apenas mediante a transferência de ações que conferissem a maioria das ações com direito a voto.

A inovação do Caso CBD foi a de apreciar o resultado final da operação, realizada de modo diferido, bem como a de não exigir a entrada de terceiro no capital da companhia[153] para que estivesse concluída a alienação de controle.

Ainda, em 2006, foi analisado o Caso Arcelor[154]. No caso em questão, foi discutida a aplicação do artigo 254-A no âmbito de operação societária envolvendo a Arcelor Brasil (companhia aberta brasileira) em decorrência de realização de oferta pública com o objetivo

---

[151] Em conformidade com tal interpretação, questiona-se se haveria lacuna legal a ser preenchida por conceito específico de poder de controle para fins de alienação.
[152] Em manifestação ao processo, a AGU entendeu não se tratar o acordo típico de compartilhamento de controle, por não conferir poder de comando sobre as atividades empresariais da companhia.
[153] Casino já era titular de antes da conclusão da operação.
[154] Processo CVM nº RJ 2006-5105, Caso Arcelor Brasil S.A. ("Arcelor Brasil"), j. em 01.08.2006.

de adquirir todas as ações e títulos conversíveis de emissão da Arcelor, controladora da Arcelor Brasil. Ao final da referida oferta, nenhum acionista ficaria com mais de 50% das ações da Arcelor Brasil, mas a Mittal teria mais de 92% das ações de emissão da Arcelor, controladora da Arcelor Brasil.

O Colegiado considerou a incidência de OPA, mas em decorrência de previsão estatutária da companhia. A alteração do controle indireto da companhia aberta brasileira, como resultado de oferta de aquisição de ações da controladora indireta da companhia, não foi considerada hipótese de alienação de controle para fins do artigo 254-A.

Em suma, o Caso Arcelor trouxe contribuições importantes, pois foi o primeiro a tratar da diferenciação, para fins do artigo 254-A, entre o conceito de alienação de controle e aquisição originária de controle.

Em 2007, no Caso Copesul[155], o tema da alienação de ações vinculadas por acordo de acionistas foi retomado após debate proferido nos Casos Aracruz e CBD nesse sentido. Por meio de reorganização societária complexa, o controle da Copesul, exercido de maneira compartilhada por acordo de acionistas, passaria a ser detido na proporção 60/40 por cento, entre Braskem e Petrobrás.

Alegou-se que, em decorrência da operação, Braskem passaria a ser titular de participação que asseguraria prevalência em qualquer deliberação societária da companhia, exceto em relação às matérias que previam veto por parte da outra acionista. Foi defendida a transferência do poder de controle, outrora atribuído do grupo, para um acionista apenas.

No entanto, segundo entendimento do Colegiado, a OPA não seria obrigatória. Entendeu-se, em linha do proferido no Caso Aracruz, que a venda de participação à acionista já integrante do bloco de controle (Braskem era inicialmente titular de, aproximadamente 29% das ações da companhia e membro do acordo de acionistas de controle) não implicaria, a princípio, a obrigatoriedade de realização de OPA.

O caso em questão trouxe contribuições importantes. Em primeiro lugar, reiterou o entendimento estabelecido no Caso CBD, conforme manifestação proferida pelo Diretor Pedro Marcilio, no que se refere à interpretação que deve ser dada ao conceito de controle para fins do artigo 254-A. O voto vencedor do Diretor Eli Loria reproduziu o entendimento proferido no Caso CBD de que não seria exigida a comprovação do uso efetivo do controle, nos termos previsto no artigo 116, (b), da Lei das S.A.

---

[155] Processo CVM RJ2007/7230, Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL ("Copesul"), j. em 11.07.2007.

Em segundo lugar, o voto do Diretor Eli Loria indicou elementos mais claros para definição dos segundo ponto de análise usualmente feito na análise da aplicação do artigo 254-A, relacionado aos "elementos qualificadores do negócio jurídico de alienação de controle", ou seja: (i) a conferência da titularidade do poder de controle à pessoa diversa do anterior detentor de controle, mediante (ii) transferência de ações do bloco de controle realizada a título oneroso.

Por fim, observa-se questionamento do referido Diretor em relação à correta disciplina prevista pelo artigo 254-A, especialmente no que se refere ao controle compartilhado. Para o Diretor, posição majoritária ou minoritária por si só no bloco de controle não caracterizaria ou deixaria de caracterizar reforço de controle[156], situação em que há alienação de ações a acionista que já é membro do bloco de controle, sendo necessária a análise dos termos do acordo e o efetivo exercício do poder de controle.

Vislumbrou, também, a possibilidade de situação em que seria aplicável a OPA, tendo em vista que um grupo de acionistas integrantes do bloco de controle alienassem ações suficientes para que o adquirente detivesse a maioria do capital votante.

Apesar de o Diretor questionar diversos pontos sobre a efetividade da norma posta e admitir a possibilidade, de *lege ferenda*, que alienação de participações relevantes devesse impactar na obrigação de estender as mesmas condições aos demais acionistas, através da realização de OPA, concluiu, de *lege lata*, que o direito posto entendeu não haver possibilidade de se invocar a obrigatoriedade de lançamento de OPA no presente caso.

O próximo caso analisado pela CVM foi o Caso Coelce[157], em 2009. À semelhança com o discutido no Caso Arcelor, analisou-se a necessidade de realização de OPA obrigatória prevista no artigo 254-A em decorrência de alteração do controle indireto da companhia ocorrido mediante oferta pública de aquisição de ações de sua controladora indireta.

Em linha do que foi decidido no Caso Arcelor, o Colegiado entendeu não ser aplicável a OPA, pois não estaria configurada situação de alienação indireta de controle, mas hipótese de aquisição de controle originário.

---

[156] Sobre o conceito de "reforço de controle", o Diretor Eli Loria destacou o entendimento proferido pelo Diretor Wladmir Castelo Branco Castro, no Processo CVM no RJ2002/7888, que tratava da aplicabilidade do art. 256 da Lei no 6.404/76 em caso de aquisição de controle compartilhado, no dizer do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro: "*Ressalvo que, no meu entender, numa operação em que um controlador vende sua participação – total ou parcial – a outro controlador, não haveria, em princípio, para efeitos do art. 256, compra do controle, pois o comprador já ocupava antes da operação a posição jurídica de controlador, adquirindo apenas um reforço de controle*."

[157] Processo Administrativo CVM nº RJ2008/9211, Companhia Energética do Ceará - COELCE ("Coelce"), j. em 03.03.2009.

Na sequência, em 2009, a CVM analisou o Caso TIM[158] que, apesar de não tratar do controle compartilhado, mas de incidência do artigo 254-A à hipótese de alienação de controle minoritário indireto, trouxe grandes contribuições sobre o entendimento da matéria pela CVM, especialmente em relação ao elementos caracterizadores do negócio jurídico de alienação de controle.

No caso em questão, as ações objeto de alienação eram de titularidade da Telco, acionista minoritária da companhia TIM.

Alegou-se a obrigatoriedade de realização de oferta pública, tendo em vista a existência de controle minoritário exercido na TIM, pela Telco. Contudo, segundo análise que preponderou no Colegiado da CVM, a alienação em questão não deveria dar ensejo à OPA do artigo 254-A, pois a acionista alienante, ao contrário do alegado, não poderia ser considerada acionista controladora da companhia.

Segundo entendimento proferido pelo Diretor Otávio Yazbek, a Telco não poderia ser considerada acionista controladora para fins do artigo 116, (a), da Lei das S.A., pois não atenderia aos requisitos de estabilidade e permanência indicados no referido artigo, tendo em vista não ter preponderado em uma das últimas assembleias da companhia.

No entanto, o entendimento do Caso TIM, mais uma vez, não foi unânime nesse sentido. Destaca-se voto divergente do Diretor Eliseu Martins, em que se defendeu a ideia de possibilidade de alienação de controle exercido de forma minoritária, forma que estaria englobada no artigo 116 da Lei das S.A.

Para o referido Diretor, a OPA deveria ser obrigatória no caso em análise, pois a Telco teria demonstrado sua posição evidente de controlador minoritário, forma do exercício do poder de controle reconhecida pela doutrina societária[159].

Por fim, em 2012, foi analisado o Caso Usiminas[160] que, à semelhança aos Casos Aracruz e Copesul tratou de alienação de bloco de ações vinculadas por acordo de votos. No caso em questão, a celebração de vários contratos ensejaram a saída de membro de acordo de votos com a entrada de terceiro, que passou a exercer o controle de forma compartilhada da companhia. Foi celebrado, inclusive, novo acordo de votos com o terceiro ingressante, cujos termos eram substancialmente idênticos aos do acordo anterior em que o acionista alienante figurava como parte.

---

[158] Processo CVM nº CVM RJ 2009/1956, TIM Participações S.A. ("TIM"). j. em 15.07.2009.
[159] O Diretor indica as lições do Prof. COMPARATO nesse sentido.
[160] Processo RJ-2011-13706, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - Usiminas ("Usiminas"), j. em 02.02.2012.

Em linha com o entendimento preponderante da CVM nos casos anteriores, entendeu-se que a alienante não detinha "participação majoritária dentro do bloco de controle", de acordo com o acordo de acionistas original. Assim, não seria aplicável o artigo 254-A, pois não teria sido adquirido, por terceiro, de modo oneroso, mais de 50% das ações com direito a voto.

Diante de todo o histórico exposto anteriormente, concluiu-se que o entendimento que prevalece na CVM é o de que a hipótese de incidência do artigo 254-A seria restrita aos casos em que a maioria das ações com direito a voto fosse alienada a terceiro, à título oneroso.

No entanto, tal entendimento não é unânime. Inclusive, há demonstração de entendimento divergente da própria CVM, com a defesa (ainda que minoritária, dentre os membros do Colegiado, ou da área técnica, posteriormente revertida por decisão do Colegiado) da necessidade de OPA obrigatória em decorrência de alienação de controle exercido de forma minoritária[161] (não exercido via acordo de acionistas), da alienação de posição minoritária do bloco de controle[162], dentre outras.

Diante da complexidade das situações práticas e da arquitetura jurídica utilizada para efetivar o poder de comando nas companhias, observa-se a dificuldade de uniformização dos padrões utilizados pela CVM na interpretação do artigo 254-A.

4.3. Tentativa de sistematização dos elementos que tornam a OPA obrigatória

Como destacado no início do histórico de casos, realizado no item 4.1., acima, a análise sobre a incidência ou não do artigo 254-A é feita, em geral, em duas etapas. No primeiro momento, questiona-se se o alienante das ações em questão pode ser considerado controlador. Na sequência, verifica-se a existência dos elementos qualificadores do negócio jurídico de alienação de controle.

A seguir, serão feitas considerações sobre cada um dos pontos, além de considerações específicas sobre a movimentação intra-bloco, um dos temas mais controversos analisados pela autarquia.

---

[161] Manifestação do Diretor Eliseu Martins no Caso TIM (Processo CVM nº CVM RJ 2009/1956, TIM Participações S.A., j. em 15.07.2009).

[162] Manifestação da área técnica no Caso Aracruz Processo (Processo CVM nº RJ 01/10329, Aracruz Celulose S.A., j. em 19.02.2002) e indagações *lege ferenda* realizadas pelo Diretor Eli Loria no Caso CBD (Processo CVM nº RJ 2005/4069, Companhia Brasileira de Distribuição, j. em 11.04.2006).

a) Existência de controle

Em primeiro lugar, observa-se que a análise da presença do poder de controle a ser alienado mediante a transferência de ações, para fins do artigo 254-A, é feita sob a perspectiva do alienante, ou seja, da verificação deste na categoria de acionista controlador.

Assim, ainda que os artigos 116 e 254-A apresentem funcionalidades distintas, a análise é realizada sob perspectiva do artigo 116[163]. Inclusive, é esse o comando feito pelo parágrafo 4º, do artigo 29, da Instrução 361/02[164], como observado anteriormente.

Em manifestação proferida por Pedro Oliva Marcílio de Souza, no Caso CBD, por exemplo, é reconhecida a diferença de função dos dispositivos e a consequência das distintas funcionalidades no que se refere à perspectiva de análise do exercício do poder de controle.

Segundo o Diretor, no caso do artigo 116, cujo objetivo é identificar o acionista controlador para fins de responsabilidade, "juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea "a") e o agir (alínea "b")[165], para que se pudesse imputar a responsabilidade a alguém". Ou seja, seria necessário demonstrar o uso efetivo, o exercício do poder.

Por outro lado, como o artigo 254-A visa tutelar a estabilidade do quadro acionário, a análise do controle deveria ser feita sob outra perspectiva.

O Diretor Pedro Marcilio, cujo entendimento foi reiterado em diversos casos, não indica qual seria a justificativa para a tutela da estabilidade do quadro acionário. Conforme manifestação proferida por Pedro Marcilio, no Caso CBD, o artigo 254-A:

> (…) 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'.

---

[163] *"Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:*
a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia."

[164] *"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."* (*Grifamos*)

[165] Trecho do Voto do Diretor-Relator, Pedro Oliva Marcílio de Souza, no Caso CBD (Processo CVM nº RJ 2005/4069, Companhia Brasileira de Distribuição, j. em 11.04.2006).

Como indicado anteriormente, segundo Pedro Marcilio, pela análise da estrutura do artigo 254-A não seria necessário demonstrar o uso efetivo do poder de controle, conforme previsto na alínea "b" do artigo 116, pois estaria vinculado apenas à transferência de valores mobiliários. Para o Diretor:

> (…) o art. 254-A procurou definir o que se entende por "alienação de controle" para aplicação do disposto no *caput*. Nessa definição, não se utilizou de qualquer expressão que indique que, para fins do art. 254-A, o controle está relacionado com o seu exercício. O §1º apenas vinculou a alienação de controle à transferência de valores mobiliários, indicando que está preocupado apenas com o requisito do art. 116, "a". (…) Não há, portanto, referência à necessidade do exercício efetivo do poder, exigindo, tão somente, a propriedade dos valores mobiliários que permitiriam esse exercício.

No mesmo sentido, foi o entendimento proferido pelo Diretor Eli Loria, no Caso Coelce, e pelo Diretor Eliseu Martins e Otavio Yazbek, no Caso TIM[166]. Em ambos os casos, entendeu-se que o art. 254-A exige, tão somente, a propriedade dos valores mobiliários que permitiriam tal exercício do poder, ou seja, que garantisse a preponderância nas assembleias gerais e a eleição da maioria da administração da companhia.

Em suma, o entendimento proferido nos casos reconhece a diferença de funcionalidades entre o artigo 116 e 254-A e demonstra certa "adaptação" dos requisitos previstos no artigo 116 (definição de acionista controlador) para a definição da forma de manifestação do controle a ser considerado para fins do artigo 254-A.

É suprimida a necessidade de uso efetivo de tal poder, previsto na alínea "b" do artigo, sendo necessário apenas o requisito previsto na alínea "(a)", ou seja, a titularidade de *"direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia."*

Assim, excluindo-se a análise dos elementos de poder de fato constantes na alínea "(b)" do artigo 116 e reconhecendo-se, exclusivamente, os requisitos constantes na alínea "(a)", seria natural que o entendimento a prevalecer seja o de restringir a análise do poder de controle para hipóteses de controle da maioria dos presentes à assembleia. Nesse sentido, observa-se o entendimento de COMPARATO:

---

[166] Cujo entendimento sobre a obrigatoriedade de OPA ao caso em questão não prevaleceu.

> Muito discutida é a existência no referido artigo de dois requisitos para a qualificação do controle: em primeiro lugar, a existência de direitos de sócio que assegurem, de modo permanente, a maioria de votos na Assembleia Geral. Em segundo lugar, o uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais. Apesar de o primeiro requisito aparentemente indicar no sentido da exigência de controle majoritário, o segundo claramente é aplicável só a casos de controle minoritário. Em caso de controle majoritário, é irrelevante o uso efetivo do poder: o acionista terá o *status* de controlador e as responsabilidades dele decorrentes, seja por ação ou por omissão[167]. (*Grifamos*)

Segundo tal interpretação, a OPA seria aplicável apenas em situações em que as ações alienadas garantissem, de modo inequívoco, a preponderância nas decisões assembleares, o que corroboraria com a pretensa função do artigo 254-A de contraprestação pela quebra da estabilidade do quadro acionário[168].

Corrobora tal pensamento, o Diretor Eli Loria, segundo o qual, a alienação de controle minoritário não estaria abrangida nas hipóteses de OPA, sob o argumento de que este tipo de manifestação do poder de controle não seria permanente/duradouro:

> [V]erifica-se que o bloco de ações alienado não assegura direitos de sócio que garantam de modo permanente a maioria dos votos nas deliberações de assembleia geral, não restando preenchido o requisito de permanência do art. 116, "a", 1ª parte, uma vez que a Telco não possui o poder de eleger a maioria dos mesmo do conselho de administração da Telecom Italia[169].

De fato, esse é o entendimento prevalecente na CVM, como observado, por exemplo, no Caso Aracruz, Caso CBD e Caso Copesul.

No entanto, posição vencida proferida pela CVM entendeu também ser possível a incidência do artigo 254-A para hipóteses de alienação de controle minoritário, incluindo de membro de acordo de acionistas.

Nesses casos, entendeu-se não ser obrigatória a titularidade da maioria das ações com direito a voto para que se configurasse situação alinhada com os requisitos previstos na alínea "(a)", do artigo 116. Tal foi o entendimento demonstrado, por exemplo, pelo voto vencido do Diretor Eliseu Martins, acompanhado por Otavio Yazbek, no Caso Tim.

Segundo o Diretor Eliseu Martins, o poder de controle pressupõe o comando e a possibilidade de determinação do rumo dos negócios sociais, o que teria sido comprovado no

---

[167] COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 70.

[168] Nesse sentido, ver voto proferido pelo Diretor Relator, Pedro Marcilio, no Caso CBD (Processo CVM nº RJ 2005/4069, Companhia Brasileira de Distribuição, j. em 11.04.2006).

[169] Ver voto proferido no Caso TIM (Processo CVM nº CVM RJ 2009/1956, TIM Participações S.A., j. em 15.07.2009).

caso em questão pelo fato de determinada companhia ter obtido a maioria de votos nas últimas assembleias gerais, ainda que não fosse titular da maioria das ações ordinárias.

Ou seja, para Eliseu Martins, o exercício do poder de controle não significa a necessidade de titularidade superior a 50% das ações com direito a voto, mas preponderância nas deliberações sociais, dependente apenas da vontade do suposto controlador e não de acontecimentos casuais e imprevistos.

No mesmo sentido, a SEP entendeu, no Caso Aracruz, ser possível a aplicação do artigo 254-A à alienação de ações vinculadas a acordo de acionistas, mas que não representavam a maioria das ações com direito a voto, nos termos a seguir:

> Em momento algum o dispositivo (art. 116 da Lei 6.404) caracteriza como controlador somente aquele que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem **individualmente** a maioria dos votos, como quer fazer crer a companhia". (*Grifamos*)

Em resumo, diante do exposto, a possibilidade de aplicação do disposto no artigo 254-A para hipóteses de alienação de controle minoritário é um tema polêmico na CVM. A então presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, reconhece tal realidade no voto proferido no Caso TIM:

> Creio que a CVM deve buscar aprofundar a discussão sobre esta questão, já que é uma realidade que parece estar cada vez mais próxima de acontecer em nosso mercado. Há hoje diversas companhias abertas cujo controlador de fato não detém a maioria absoluta do capital votante. Eventuais operações de venda de participações acionárias com essas características deveriam disparar a obrigação prevista no Art. 254-A? Em minha opinião, a própria complexidade deste caso, a dificuldade de caracterizar a existência ou não do controle, ilustra bem o tipo de desafio que nos espera. (*Grifamos*)

Como adotado em alguns países europeus, a então Presidente propõe a adoção de parâmetros objetivos. Assim, uma vez adquirido 30% do capital votante, presumir-se-ia a aquisição de controle minoritário (desde que não houvesse algum outro acionista detentor de participação superior a essa)[170].

[170] Sobre o assunto, ver *Capítulo III*.

b) Elementos qualificadores do negócio jurídico de alienação de controle

Após estudo das controvertidas posições adotadas em relação ao conceito de controle a ser analisado, para fins do artigo 254-A da Lei das S.A., feita no item anterior, observa-se certa linearidade em relação dos elementos caracterizadores do negócio jurídico de alienação de ações[171], cuja caracterização mais recente (e completa), foi descrita no voto dos Diretores Eliseu Martins e Eli Loria, no Caso TIM, resumida da seguinte forma:

(i) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa ou grupo diverso do anterior detentor do controle;

(ii) por meio de efetiva transferência de ações; e

(iii) que a transferência das ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, não sendo, contudo, imprescindível o pagamento de prêmio ou ágio.

Nesse sentido, é necessário que o poder de controle seja alienado a terceiro. Ou seja, como discutido no Caso Arcelor e Coelce, não seria obrigatória a OPA em casos de alterações do controle em decorrência de oferta pública do controlador, hipótese de aquisição originária de controle.

Da mesma forma, no Caso Usiminas, a companhia alegou que não seria necessária a realização de OPA, uma vez que a operação não caracterizou a substituição de um antigo controlador por um novo, mas apenas movimentação de posição acionária intra-grupo, assunto que será objeto de análise mais detalhada no item a seguir.

Por fim, em relação aos elementos característicos do negócio jurídico de alienação de controle, observa-se, ao contrário do disposto nos pareceres que analisaram casos sob a disciplina do revogado artigo 254, posicionamento recente, proferido por Eliseu Martins, no Caso TIM, contrário à necessidade de prêmio de controle ou ágio para que fique configurada hipótese de alienação de controle.

---

[171] Nesse sentido, ver Casos Pereira Lopes, Companhia E, Aracruz (Processo CVM nº RJ 01/10329, Aracruz Celulose S.A., j. em 19.02.2002), CBD (Processo CVM nº RJ 2005/4069, Companhia Brasileira de Distribuição, j. em 11.04.2006), dentre outros.

c) Tratamento aos acordos de acionistas e a movimentação intra-bloco

Diante dos principais conceitos identificados nos itens acima, buscar-se-á, neste item, identificar o entendimento da CVM, a respeito da aplicação do artigo 254-A às hipóteses de alienação de ações vinculadas a acordo de acionistas[172]. Optou-se por destacar o tema neste *Capítulo*, pois a estrutura de controle no mercado de capitais brasileira é marcada pela presença dos acordos de acionistas. Além disso, a alienação de participação minoritária e movimentação intra-bloco foram temas recorrentes nos casos em que a obrigatoriedade da realização da OPA foi levada à discussão perante a CVM.

O ponto de partida para a referida análise é o primeiro "elemento caracterizador do negócio de alienação de controle", observado no item anterior, ou seja, a conferência da titularidade do poder de controle à pessoa diversa do anterior detentor de controle.

Considerando-se necessária a presença do referido requisito, a alienação de ações de membro do bloco de controle não ensejaria a obrigatoriedade de oferta pública de ações, como determinado no Caso Copesul[173], Aracruz e Usiminas, pois tal acionista não seria titular isolado da maioria das ações do bloco de controle que determinasse o rumos das assembleias gerais para que pudesse alienar tal poder a terceiro.

No entanto, observam-se manifestações proferidas por Eli Loria, de *lege ferenda*, no Caso Copesul, em sentido oposto. Segundo o Diretor, a posição majoritária ou minoritária, no bloco de controle, por si só não caracterizaria ou deixaria de caracterizar reforço de controle, sendo necessária a análise dos termos do acordo de acionistas e o efetivo exercício do poder de controle. Vislumbrou-se, assim, ainda que de *lege ferenda* a possibilidade de situação em que seria aplicável a OPA, tendo em vista que um grupo de acionistas integrantes do bloco de controle alienassem ações suficientes para que o adquirente detivesse a maioria do capital votante.

Ainda sobre movimentações intra-grupo, destacou Eli Loria, no Caso Copesul, que as aquisições de posições estratégicas do grupo minoritário também são feitas normalmente com a atribuição de prêmio e vislumbrou:

> [Q]ue a alienação de participações relevantes, conforme percentual previsto em lei ou no Estatuto, deveria gerar a obrigação de estender as mesmas condições aos

---

[172] Sobre o tema, ver: GORGA, Érica. *Changing the paradigma of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*. In: *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 29, 2009.

[173] Ainda que a participação no controle compartilhado seja feita por intermédio de *holding*.

> 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 inerente ao exercício do poder[174].

4.5. Contrapontos iniciais aos critérios utilizados pela CVM

Diante do disposto no presente *Capítulo*, observa-se o reconhecimento dos próprios representantes da CVM sobre a dificuldade de se aplicar o artigo 254-A aos casos concretos[175]. Ainda que o tema seja polêmico e os posicionamentos sejam divergentes, buscou-se sistematizar o entendimento da CVM sobre o tema, como será observado a seguir.

Em linhas gerais, com base no estudo de casos, a interpretação que prevalece na CVM sobre o artigo 254-A está pautada no seguinte entendimento:

(a) deve ser utilizado o conceito de acionista controlador contido no artigo 116, de forma "adaptada", pois não seria necessário demonstrar o uso efetivo do poder de controle (previsto no artigo 116, b).

(b) reconhece-se a possibilidade do exercício do controle por acionista minoritário para fins de interpretação geral do artigo 116. No entanto, na aplicação prática do referido conceito, para fins do artigo 254-A, existe a dificuldade de se mostrar a estabilidade do poder de controle em hipóteses de controle minoritário, o que seria, segundo a interpretação da CVM, elemento essencial da análise da ocorrência ou não da alienação de controle. Para tal interpretação, a justificativa da OPA obrigatória seria a quebra do quadro acionário mediante a entrada de novo controlador, cuja comprovação seria justamente a quebra desta estabilidade.

(c) devem estar presentes os seguintes elementos: (i) titularidade do poder de controle conferida a pessoa ou grupo diverso do anterior detentor do controle;

---

[174] Ver voto do Diretor Eli Loria no Caso Copesul (Processo CVM RJ2007/7230, Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL, j. em 11.07.2007).

[175] Como, por exemplo, em manifestações da Diretora da CVM Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, no Caso TIM (Processo CVM nº CVM RJ 2009/1956, TIM Participações S.A., j. em 15.07.2009) e do Diretor Eli Loria, no Caso Copesul (Processo CVM RJ2007/7230, Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL, j. em 11.07.2007).

(ii) por meio de efetiva transferência de ações; e (iii) realizada a título oneroso, não sendo, contudo, imprescindível o pagamento de prêmio ou ágio.

(d) as movimentações intra-bloco, tanto entre membros prévios do acordo de acionistas, como envolvendo terceiros, não configuram hipótese de alienação de controle, a não ser que, como resultado da operação, sejam alienadas a maioria das ações com direito a voto de dentro do bloco e que ocorra a entrada de terceiro ao acordo de acionista, o qual assumiria a posição de acionista controlador isoladamente.

Após análise da consolidação do entendimento majoritário da CVM sobre o artigo 254-A, apresentaremos contrapontos iniciais pertinentes à reflexão do tema, como base para discussão nos *Capítulos V* e *VI*, a seguir.

Em primeiro lugar, em relação ao ponto (a) e (b), acima, discorda-se da utilização dos critérios definidos pelo artigo 116 para definição da *fattispecie* de controle aplicável ao artigo 254-A, conforme determinado pelo artigo 29, parágrafo 4º, da Instrução 361/02, pois esta parece não ser a mais adequada.

O motivo para tal inquietude não é exclusivamente relacionado ao fato dos artigos apresentarem funcionalidades distintas, mas à forma como artigo 116 vem sendo interpretado para fins do artigo 254-A, da Lei das S.A. Na maioria dos casos, desconsidera-se a verificação do elemento constante na alínea "(b)" do referido artigo, sob a justificativa de que bastaria a comprovação dos direitos de voto para exercício permanente do poder de controle para que se comprovasse a situação de poder de controle estável.

Segundo tal interpretação, a desconsideração do requisito do uso efetivo de poder, previsto no artigo 116, acarretaria limitação do conceito de controle utilizado, pois seria mais difícil comprovar hipótese de controle minoritário que atendesse aos requisitos do artigo 116, (a), de maneira inequívoca, como indicado no ponto (b), acima. Discorda-se de tal entendimento por dois motivos principais.

Em primeiro lugar, pois, seguindo tal interpretação, ocorreria limitação ao escopo do artigo 116, tendo em vista que este contemplaria tanto as hipóteses de controle majoritário quanto minoritário. Ainda que não se utilizasse do critério da alínea (b) para a análise, existiriam situações de controle minoritário em que o acionista poderia exercer o controle de forma estável. Esta é, inclusive, a tendência internacional de análise do tema, como observado no *Capítulo III*, acima.

Em segundo lugar, por não se sustentar o argumento utilizado o qual defende que a *fattispecie* de controle do artigo 254-A corresponderia apenas ao controle exercido de forma majoritária, tendo em vista que apenas para essa forma estaria comprovada a quebra de estabilidade ou o prejuízo aos minoritários, pela falta de tratamento igualitário.

O controle minoritário pode ser exercido de forma estável. Ainda que no Caso TIM não se tenha comprovado a preponderância em uma das últimas assembleias, seria possível admitir que acionista minoritário controle determinada companhia de forma estável, prorrogada ao longo do tempo, de forma inequívoca.

Não se pode excluir de tal hipótese legal, *a priori*, o de controle minoritário, pois deve ser feita análise caso a caso. Além disso, a própria utilização da ideia de compensação pela quebra da estabilidade do quadro acionário não parece estar em linha com os objetivos previstos pelo artigo 254-A. De modo geral, o oferecimento de *tag along* justifica-se muito mais do ponto de vista do tratamento igualitário entre os acionistas e proteção aos minoritários do que para a promoção de contraprestação pela quebra de estabilidade do quadro acionário. É inerente à própria sociedade anônima a ideia de *instabilidade* do quadro acionário.

Por fim, diverge-se, também, da interpretação restritiva do artigo 254-A dada às hipóteses de movimentação das ações vinculadas a acordos de votos, descrita nos pontos (c) e (d), acima. Discorda-se sob a justificativa de que, excluindo a incidência do artigo 254-A a tais hipóteses, não seriam tutelados a garantia aos minoritários ao tratamento igualitário e o direito ao pagamento de prêmio pago ao acionista alienante do controle, em especial em vista do mercado de controle brasileiro, altamente marcado pela regulação de controle via acordo de acionistas.

Vislumbra-se hipótese de posição acionária dentro de acordo de acionistas de controle, por exemplo, que apresente determinados poderes de veto que garantam a preponderância nas deliberações sociais, de forma isolada. Reconhece-se, nesse sentido, a existência de variados mecanismos de acordo de votos, sendo difícil, muitas vezes, de se determinar as situações limítrofes em que o controle é compartilhado. Novamente, a tendência internacional reconhece tal forma de exercer o controle. Como observado no *Capítulo III*, acima, tanto Espanha e Turquia, dentre outros, reconhecem ser possível que o controle seja adquirido contratualmente.

CAPÍTULO V
ANÁLISE DE HIPÓTESES LIMÍTROFES DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE

5.1. Inadequação da regra geral aos casos concretos de alienação de controle

Como observado no *Capítulo III*, acima, a análise de casos não proporcionou definição clara sobre o conceito de controle para fins do artigo 254-A que pudesse ser aplicada, de modo incontestável, a todos os casos submetidos à análise da autarquia. O entendimento reiterado da CVM seria de considerar alienação de controle apenas a alienação de ações representativas de mais de 50% das ações com direito a voto que: (i) conferisse a titularidade do poder de controle a pessoa ou grupo diverso do anterior detentor do controle; (ii) por meio de efetiva transferência de ações; e (iii) realizada a título oneroso, não sendo, contudo, imprescindível o pagamento de prêmio ou ágio.

No entanto, diante da complexidade atual do fenômeno do controle e das diversas formas em que ele pode ser estruturado, testaremos a aplicação do artigo 254-A da forma como tem sido aplicado pela CVM, a fim de questionar hipóteses que desafiam a referida interpretação (muitas delas já analisadas pelo próprio Colegiado[176]).

Na escolha dos cenários hipotéticos, foram selecionadas situações alinhadas com a estrutura de propriedade no mercado acionário brasileiro, em linha do disposto a seguir.

Segundo marcante estudo de GORGA, "*Changing the Paradigm of Stock Ownership, From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*"[177], identificamos uma importante mudança no paradigma da estrutura de propriedade de companhias abertas brasileiras. O estudo concluiu que as companhias abertas brasileiras caminham no sentido de uma maior dispersão acionária, em detrimento da propriedade acionária altamente concentrada até então predominante,

---

[176] Ver Casos Arcelor (Processo CVM nº RJ 2006-5105, Arcelor Brasil S.A., j. em 01.08.2006), Copesul (Processo CVM RJ2007/7230, Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL, j. em 11.07.2007) e Usiminas (Processo RJ-2011-13706, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - Usiminas, j. em 02.02.2012), no *Apêndice III*.

[177] GORGA, Érica. *Changing the paradigma of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*. In: *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 29, 2009, p. 439-554.

identificada por acionistas controladores das companhias titulares de 50% ou mais das ações com direito de voto.

O citado trabalho analisou dados fornecidos pelas companhias abertas em 2007 e concluiu que as companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa apresentavam a propriedade acionária sensivelmente mais desconcentrada. Em média, o acionista com maior percentual das ações com direito a voto possuía 36,4%[178] das ações ordinárias das companhias.

Atrelado ao fenômeno de relativa dispersão acionária das companhias abertas, acima identificado, o aludido estudo demonstrou, também, o crescimento de dois outros fenômenos: (i) o uso intenso de acordos de acionistas para disciplina do controle compartilhado[179]; e (ii) a utilização de *poison pills*.

O fenômeno de alteração do paradigma da estrutura de capital brasileira veio acompanhado de novas formas de operações e arranjos societários, destinados a regular a relação entre os acionistas das companhias abertas, sobretudo as relações de controle. Questiona-se se a interpretação das regras sobre oferta obrigatórias na alienação de ações teriam acompanhado tais mudanças e refletem a nova dinâmica do mercado de capitais brasileiro.

5.2. Hipóteses Limítrofes

Diante de tal cenário, foram selecionadas hipóteses que envolvessem principalmente o controle compartilhado mediante acordo de acionistas e as diversas transferência de ações intra e extra bloco que pudessem impactar tal estrutura.

Além disso, foi selecionada outra hipótese envolvendo a cessão dos direitos de subscrição, seguida de alienação de ações, exemplo que envolve situações de operações concatenadas, muito comuns no mercado de controle acionário brasileiro.

---

[178] Segundo o mesmo estudo, no nível 2, a média de ações votantes detidas pelo maior acionista encontrava-se em 64%; no nível 1, 63,1%; e no mercado padrão, 65,5%.

[179] GORGA observou que a soma das participações diretas somadas dos 3 maiores e dos 5 maiores acionistas, das 65 companhias do Novo Mercado sem um acionista controlador, foram de 47,28% e 54,73%, respectivamente.

a) Alienação de controle em companhias em que o controle é compartilhado por acordo de acionistas: observações gerais

Como indica GORGA, acima, o mercado brasileiro é marcado pelo controle compartilhado via acordo de acionistas. Tais acordos refletem a presença de investidores titulares, em geral, de ações não representativas da maioria das ações com direito a voto, mas que possuem percentual significativo e diversos interesses específicos regulados via estrutura de acordo de acionistas. Sobre esse fenômeno, observa MUNHOZ:

> *Em suma, os dados empíricos antes destacados permitem concluir que o padrão dominante da propriedade do capital das companhias listadas no Novo Mercado da BOVESPA é de controle minoritário, organizado entre os maiores acionistas (famílias, fundos de pensão, bancos e investidores estrangeiros) por meio de acordos de acionistas, e reforçado pela previsão nos estatutos sociais de* poison pill[180].

Sobre a motivação para predominância desse tipo de estrutura compartilhada, destaca-se, além do citado aumento de dispersão acionária do capital, a própria exigência do *tag along*, segundo o qual, parte (ou a totalidade) do prêmio pago na alienação de controle se estenderia aos acionistas minoritários. Assim, o incentivo à manutenção do poder de controle teria sido reduzido, pois o prêmio é pago a todos e deixa de ser uma vantagem exclusiva do controlador[181].

Atrelado aos fatores acima expostos, a utilização por empreendedores dos referidos sócios estratégicos, indicados por MUNHOZ, acima, como fundos de *private equity*, também teria fomentado o compartilhamento de controle nas companhias brasileiras[182].

Com a necessidade de financiar o crescimento da companhia, tais fundos ativistas seriam admitidos (em geral, de forma provisória), como sócios estratégicos, a fim de influenciar na gestão e nas práticas de governança corporativa para futura abertura de capital.

---

[180] MUNHOZ. Eduardo Secchi. *Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário*. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO. Luís André N. de (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 292.

[181] LEAL; Ricardo R. Câmara; BARTOLON, Patrícia Maria. *Controle compartilhado: impactos sobre o valor da firma*. In: *Governança Corporativa. Estrutura de controles societários / IBGC* – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: Saint Paul, 2009, p. 128.

[182] Segundo estudo desenvolvido pela Revista Capital Aberto, em 2007, a BNDESPar começou a selecionar fundos entre 1997 e 1998 com o objetivo de ampliar o apoio à capitalização de sociedades empresariais de distintos patamares, em setores considerados estratégicos pelo sistema do BNDES, com intuito de propiciar a difusão de boas práticas de governança corporativa no Brasil. Tais companhias teriam ofertado suas ações recentemente e teriam apresentado menos indícios de manipulação dos lucros antes da oferta. (SILVEIRA, Alexandre da. *OCDE elogia ativismo de investidores alternativos*. *In*: *Revista Capital Aberto*, n. 49, setembro, 2007).

Em contrapartida, a abertura de capital seria uma boa oportunidade para a alienação das ações de titularidade dos mencionados fundos, sendo este processo então responsável pelo compartilhamento de controle da companhia entre o empreendedor inicial com os novos acionistas ingressantes após a abertura de capital e saída do fundo[183].

Dentre as diversas formas de acordos de acionistas e de regras que podem ser estabelecidas para regular os interesses dos sócios de companhias abertas, observamos duas situações hipotéticas principais.

Na primeira, nenhum acionista é titular da maioria das ações com direito a voto e exercem, conjuntamente, o controle da companhia, sem o estabelecimento de mecanismos de vetos ou outros direitos especiais. Nesse sentido, EIZIRIK definiria a existência de controle compartilhado, pois seria ele *"exercido por várias pessoas em conjunto, usualmente como signatários de acordo de acionistas, que se obrigam a votar em bloco nas matérias atinentes ao exercício de poder de controle"* [184].

Sob a ótica do artigo 254-A, a primeira situação não traria, da forma como descrita acima, grandes discussões em hipótese de alienação de ações de um dos membros do acordo de acionistas, pois nenhum deles seria titular isolado do poder de controle.

Já, a segunda hipótese teórica, seria marcada pela entrada de determinado sócio estratégico, em geral, titular de prerrogativas de veto em específicas deliberações da alçada da reunião prévia, em detrimento dos demais. A princípio, tal sócio não seria parte do compartilhamento de controle, nos termos a seguir:

> *[O] sócio estratégico, embora seja parte do acordo de controle, não o integra inteiramente, sendo, portanto, um acionista minoritário dentro da comunhão dos controladores. Assim, o exercício por ele do direito de veto, e.g., que demanda a aprovação da matéria no âmbito da reunião prévia por maioria qualificada, não o reveste das funções próprias do controle, assumidas pela comunhão.*[185]

A mesma lógica aplica-se aos casos em que financiador (e.g., BNDESPAR) adere a acordos de controle, em virtude de empréstimos feitos no âmbito de transação visando à aquisição do controle. Assim esclarece CARVALHOSA:

---

[183] LEAL; Ricardo R. Câmara; BARTOLON, Patrícia Maria. *Controle compartilhado: impactos sobre o valor da firma*. In: *Governança Corporativa. Estrutura de controles societários / IBGC* – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: Saint Paul, 2009, p. 132.
[184] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, Vol. I, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 670.
[185] CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed., 2º Vol., Arts. 75 a 137, revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 699.

> *A presença do acionista minoritário financiador no acordo de controle não o reveste do status de controlador, ou seja, não participa ele da comunhão dos controladores para os efeitos de exercer e responder pelo poder de controle e pelo dever fiduciário que daí decorre. Pelo contrário, a presença do acionista financiador no seio do acordo de controle relativiza o exercício desse mesmo poder-dever por parte da comunhão. Tal ocorre na medida em que o credor acionista pode fazer prevalecer o seu direito de veto sobre a deliberação majoritária obtida em reunião prévia da comunhão em face, v.g., do requisito com ele convencionado de maioria qualificada.*[186]

Para LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, o direito de veto garantido a acionista minoritário dá-se no âmbito de um "acordo de proteção de minoria". Nesse tipo de acordo, o controlador aceita limitar seu poder de controle "*em troca de prestações de fazer, ou não fazer, assumidas, expressa ou tacitamente pelo acionista minoritário, seja no próprio acordo de acionistas, seja em outros contratos parassociais*". No entender dos doutrinadores, não haveria, aí, compartilhamento de controle, mas acionista controlador restringindo seu direito para atrair minoritário estratégico[187].

EIZIRIK corrobora tal entendimento. Para o autor, a mera celebração de acordo de acionistas não implica necessariamente controle compartilhado, sendo *"imprescindível que, em função dos direitos que são atribuídos [aos acionistas minoritários], fique claro que o [grupo] controlador abriu mão de seu poder de determinar, isoladamente, as decisões da assembleia geral e de eleger a maioria dos administradores"*[188,189].

O direito de veto e a vinculação da companhia e de seus administradores a voto proferido por minoritário em acordo de controle encontram, porém, limitações: a "*vinculação será plenamente eficaz desde que se trate de matéria relevante e extraordinária expressa no respectivo ajuste celebrado com o financiador*", sendo (i) vedada a "*inespecificidade desse veto (cláusula vazia)" e; (ii) anulável o veto caso se configure "abuso do direito do acionista financiador ao exercitá-lo*"[190,191]. Em outras palavras, para CARVALHOSA, a atribuição de direito de veto a acionista minoritário em acordo de acionistas não configura o compartilhamento do controle "per se"; além disso, a previsão de veto só é justificável se atrelada a contrato específico, sócio estratégico ou causa que justifique tal veto.

---

[186] CARVALHOSA, Modesto. *Comentário à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª Ed., 2º Vol., Arts. 75 a 137, revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 703.
[187] LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José. (Coord.) *Direito das Companhias*, Vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 459,460.
[188] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, Vol. I, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 671 (*Grifamos*).
[189] No mesmo sentido: NETO, Alfredo de Assis Gonçalves. *Lições de Direito Societário: sociedade anônima*, Vol. II, 1ª edição, São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005, p. 142-143.
[190] CARVALHOSA, Modesto. *Op. Cit.*, p. 703.
[191] Ver, também, BARRETO, Celso de Albuquerque. *Acordo de Acionistas*, 1982, *apud* LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – comentários à lei*. Vol. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 1136.

Na prática, contudo, encontramos exemplos de acordo de votos com financiadores (em especial o BNDESPAR[192]) que não apenas configuram hipóteses de compartilhamento de controle, mas vão além, garantem prerrogativas a determinado acionista, tornando-o capaz, isoladamente, de exercer o exercício de controle, nos termos do artigo 116, da Lei das S.A.

Situação como a descrita acima suscita dúvidas quanto à máxima de que a OPA do artigo 254-A seria aplicável apenas às hipóteses de alienação da maioria das ações com direito a voto. Analisaremos a seguir hipóteses limítrofes relacionadas ao controle regulado via acordo de acionistas[193].

a.1) Cessão de ações de sócios estratégicos no âmbito do acordo de acionistas

A primeira situação hipotética foi indicada acima mediante o exemplo de financiador que passa a aderir ao acordo de acionistas como sócio estratégico. É possível vislumbrar hipótese em que prerrogativas como direitos de veto e necessidade de aprovação prévia de matérias, submetidas à assembleia geral, tornam determinado acionista detentor do poder de controle da sociedade, independentemente de não ser titular da maioria das ações com direito a voto.

Apesar do presente *Capítulo* tratar também de hipótese teóricas, é possível identificar casos práticos para os quais seria conturbada a aplicação da regra do artigo 254-A como tem sido interpretada pela CVM. Passemos a analisar caso real da Altus[194], o qual demonstra com notoriedade o poder do Estado, titular de posição minoritária, mediante estrutura clara (e abusiva)[195] de controle garantida ao Estado via acordo de acionistas.

Segundo referido acordo, a outra signatária no acordo de acionistas da Altus, HCA Participações S.A. ("HCA"), obriga-se ao BNDESPAR a manter o controle acionário, sendo titular de pelo menos 51% das ações com direito a voto da Altus, sob pena de multa. Além

---

[192] A título exemplificativo, no acordo de acionistas da Altus Participações S.A. ("Altus"), estudado com mais detalhes no item 5.3 a seguir, celebrado entre, de um lado, o BDNESPAR, titular de 39,48% do capital social e, de outro, a HCA Participações S.A., titular de 60,52% ("Acordo"), observa-se ingerência declarada da BDNESPAR na determinação dos negócios sociais da Altus, mediante o sistema de autorizações prévias de diversas matérias submetidas às deliberações sociais, bem como a prerrogativa de eleição de membros do conselho de administração e de fixação de sua remuneração e participação nos lucros sociais. No entanto, destaca-se que, apesar das evidências de compartilhamento de controle acima, o BNDESPAR declarou-se acionista minoritário, isento das responsabilidades típicas do controlador, como indicado na Cláusula 14 do Acordo.

[193] Parte das situações teóricas foram extraídas da seguinte obra: SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário. Interpretação e Valor*. Niterói: FMF, 2004.

[194] Conforme Acordo disponível no site da CVM.

[195] Em desrespeito ao artigo 118 da Lei das S.A. que veda expressamente a invocação aos acordos de acionistas para "eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117)".

disso, qualquer operação societária que possa resultar em diminuição da referida participação deve ser aprovada previamente pelo BNDESPAR e caso a manutenção do controle acionário pela HCA não seja mantida, o BNDESPAR pode, a seu exclusivo critério, exercer seu direito de venda conjunta ou o direito de compra e venda compulsória[196].

Tais cláusulas buscam assegurar que o controle seja exercido pela HCA, titular da maioria das ações com direito a voto. Entretanto, ao analisar as demais cláusulas do acordo, verifica-se, na prática, que BNDESPAR deve conceder autorização prévia, para aprovação de diversas matérias[197], além de garantir a eleição de número específico dos membros da diretoria e do conselho de administração, desde que titular de, no mínimo, 5% das ações com direito a voto[198].

Apesar da declarada ingerência do BNDESPAR na determinação dos negócios sociais da Altus, e de comprovada posição de acionista controlador de fato da companhia, efetivada mediante o sistema de autorizações prévias de diversas matérias submetidas às deliberações sociais, bem como a prerrogativa de eleição de membros do conselho de administração, o BNDESPAR declarou-se acionista minoritário, isento das responsabilidades típicas do controlador, como indicado na Cláusula 14 do Acordo[199].

O exemplo selecionado demonstra como as estruturas dos acordos de acionistas podem impactar o exercício do controle, ainda que um dos acionistas seja titular da maioria das ações com direito a voto.

Sem desenvolver a análise das questões relacionadas à responsabilização do BNESPAR, controlador de fato da companhia, passemos a analisar se a alienação das ações

---

[196] Em reconhecimento do poder de controle não exercido pela BNESDPAR, nos termos da Cláusula 3.5 do Acordo.

[197] Dentre elas, i) alteração do Estatuto Social da companhia e Estatuto ou Contrato Social das suas controladas; (ii) aumento do capital social da companhia; (iii) aumento do capital social de qualquer controlada; (iv) mudança do objeto social da companhia e das suas controladas; (v) redução do dividendo obrigatório; e (vi) operações de fusão, incorporação, cisão ou transformação em que a companhia ou qualquer empresa controlada ou coligada seja parte, etc, nos termos da Cláusula 4.1 do Acordo.

[198] Nos termos da Cláusula 2.2. do Acordo.

[199] *"14.1 Este ACORDO, em tempo e hipótese alguma, poderá ser entendido como um limitador das responsabilidades legais a que estão sujeitos a ACIONISTA CONTROLADORA e os CONTROLADORES INDIRETOS, devido à condição de exclusivos controladores da COMPANHIA, tal como definido pelo artigo 116 da Lei nº 6.404, de 15.12.76, conforme alterada. A ACIONISTA CONTROLADORA e os CONTROLADORES INDIRETOS, desde já, reconhecem que os direitos adicionais aqui conferidos à BNDESPAR e o seu exercício, observados os preceitos legais, em nada afeta a sua condição de minoritária, sem ingerência efetiva na gestão e administração da COMPANHIA.*

14.2 Dessa forma, o presente ACORDO não altera a titularidade do poder de controle exercido pela ACIONISTA CONTROLADORA (...) e não impede o exercício, de fato e de direito, do poder decisório para exercer as suas atividades, continuando a ACIONISTA CONTROLADORA (...) aptos a desempenharem, com independência e autoridade, os atos necessários à administração da COMPANHIA, sujeitando-se às prerrogativas e responsabilidades legais (...), do Estatuto Social da COMPANHIA e deste ACORDO."

da HCA por terceiro o qual, hipoteticamente, passaria a ser signatário do referido acordo de acionistas apresentaria elementos suficientes para que a OPA do artigo 254-A fosse obrigatória, dado que o novo acionista (o qual ocuparia a posição acionária da HCA) é titular de mais de 60% das ações com direito a voto.

Em primeiro lugar, é evidente que a titularidade da maioria dos direitos de votos não garante à HCA o poder de preponderar nas deliberações sociais e eleger a maioria da administração de forma a exercer o poder efetivo de controle. Os entraves estipulados pelo acordo de acionistas, sobretudo em relação à necessidade de aprovação prévia do BNDESPAR impedem o livre exercício do poder de controle na Altus. Dessa forma, mediante a utilização de exemplo extremo, observa-se que a análise fática é essencial na determinação do exercício de controle para fins da OPA do artigo 254-A. Limitar a interpretação do artigo 254-A apenas às hipóteses em que é possível verificar a preponderância na assembleia de maneira estável como sinônimo de maioria das ações com direito a voto seria excluir das hipóteses de ofertas obrigatórias casos como o da Altus, em que acionista titular de minoria das ações com direito a voto exerce o controle de fato da companhia.

Pela análise dos dados, a posição do BNESPAR faz com que o controle passe a ser compartilhado e é possível até mesmo argumentar que o BNESPAR exerce isoladamente o poder de controle de fato da companhia. Sendo assim, caso seja vislumbrada hipótese de alienação de ações do BNESPAR, à título oneroso, em que o terceiro passesse a ocupar sua posição no acordo de acionistas, nos termos descritos acima, é possível argumentar que a OPA do 254-A seria obrigatória, tendo em vista a funcionalidade de tutela aos direitos dos demais acionistas que fazem jus ao compartilhamento do prêmio de controle.

Observa-se a possibilidade de utilização de mecanismos legais como forma de regular o poder de controle desconectado da maioria das ações com direito a voto, de forma a criar subterfúgios à incidência da hipótese legal.

a.2) Adesão a acordo e posterior assunção de controle

A segunda situação limítrofe seria hipótese em que o controle da companhia é compartilhado por acionistas em que nenhum deles é titular de direito de votos individualmente, mas que, somados, controlam a maioria das ações com direito a voto, de forma a garantir a maioria nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores. Determinado acionista, vinculado ao acordo, decide retirar-se da sociedade,

sendo oferecido direito de preferência aos demais signatários, os quais optam por não exercê-lo.

Na sequência, terceiro adquire as ações do referido acionista alienante e adere ao acordo de acionista em posição minoritária. Em momento seguinte, o novo acionista adquire ações dos demais membros do acordo, de forma a adquirir a maioria das ações com direito a voto.

Tal hipótese questiona a necessidade do controle ser alienado a terceiro estranho à sociedade, oriunda de interpretações da norma em linha do Caso Copesul, Aracruz e Usiminas, os quais entenderam que determinado acionista não seria titular isolado da maioria do controle acionário para que pudesse alienar tal poder a terceiro.

De fato, a primeira aquisição não trouxe implicações à luz do artigo 254-A. No entanto, a partir do momento em que o acionista adquiriu a maioria das ações com direito a voto, ainda que em momento posterior, configura-se situação em que os acionistas minoritários poderiam ser tolhidos de seu direito do tratamento igualitário pelo simples fato de a operação ter sido realizada em etapas, em linha da interpretação do Caso CBD.

b) Compra de ações do bloco de controle conjugada com aumento de capital

A última hipótese limite a ser testada envolve situação de cessão gratuita de direitos de subscrição, seguida de alienação de ações em que novo acionista passaria a ser titular do controle da companhia[200]. Imagina-se terceiro interessado em adquirir 70% do capital social de determinada companhia aberta, sendo que o acionista controlador, titular de 74% das ações com direito a voto está disposto a realizar operação de forma a manter posição minoritária na companhia.

Mediante operação realizada em duas etapas, é possível que ocorra a transferência do controle acionário sem que a OPA do artigo 254-A seja obrigatória de acordo com a redação e interpretações atuais, da forma descrita a seguir.

Em primeiro lugar, é realizado aumento de capital, de forma que o atual acionista controlador ceda seus direitos de subscrição ao novo acionista de forma gratuita para que este ingresse na companhia, mediante redução de sua participação. Na sequência, o antigo controlador aliena parte de suas ações de forma que o novo integrante passe a ser titular de 70% das ações e o antigo controlador ocupe posição minoritária.

---

[200] SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário. Interpretação e Valor*. Niterói: FMF, 2004, p. 85.

Apesar de ambas operações, isoladamente, não terem resultado na alienação de mais de 50% das ações com direito a voto, a título oneroso, o intuito do terceiro adquirente era adquirir o controle da companhia e, sendo assim, o prêmio de controle deve ser compartilhado sob pena de prejudicar os acionistas minoritários. Ainda que a primeira etapa (cessão de direitos de subscrição e diluição do antigo controlador) tenha sido realizada de forma gratuita, o preço da segunda etapa da operação levou em consideração o prêmio de controle a ser obtido com a conclusão das duas etapas, ou seja, o prêmio de controle.

A OPA, nesse caso, deveria ser obrigatória, sob pena de prejudicar os acionistas minoritários em vista da funcionalidade pretendida pela norma. Tal interpretação prevaleceu no julgamento do Caso CBD, por exemplo.

A questão é a possibilidade de controle pelo regulador e até mesmo dos demais acionistas de aludidas hipóteses de operações concatenadas que levem à alienação do controle de companhia aberta. Nesse sentido, o estabelecimento de critério objetivo, fixo em percentual de ações, por exemplo, poderia tornar mais clara e efetiva a proteção dos direitos dos minoritários.

5.3. Considerações preliminares sobre as hipóteses limítrofes

As hipóteses teóricas comprovam que o artigo 254-A e a obrigatoriedade da OPA por alienação de controle podem ser facilmente evitados mediante a utilização de subterfúgios como a alienação de ações e adesão a acordo de acionistas, de forma a adquirir posição estratégica (e de controle de fato) em determinada companhia, bem como mediante diversas operações societárias as quais permitem a transferência de controle, de forma onerosa, a novo acionista sem que seja obrigatório o lançamento de OPA por alienação.

Em primeiro lugar, observa-se descompasso entre a funcionalidade de "tratamento igualitário entre os acionistas" e a interpretação restrita da norma. De fato, a norma não traz contornos legais definidos sobre o que consistiria controle e, em vista de obrigação tão onerosa gerada, é natural que a interpretação busque segurança jurídica.

Contudo, como observado acima, tal interpretação "conservadora" do conceito de controle para fins do artigo 254-A incentiva os investidores a justamente preterirem o controle minoritário, em especial via acordo de acionista, à aquisição da maioria das ações com direito a votos, como já foi observado no início do presente *Capítulo*. Tendo em vista a onerosidade da OPA e da criação de "zona de conforto" em que é possível negociar o prêmio de controle,

sem que se torne obrigatório o compartilhamento deste sobrevalor com os demais os acionistas não controladores, questiona-se a adequação do artigo 254-A em sua redação atual.

Em todas as hipóteses acima, é evidente que o acionista adquirente das ações passou a ocupar posição de acionista controlador, mediante preponderância nas deliberações sociais e eleição dos administradores, bem como uso efetivo do poder de controle de forma a dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. No entanto, a interpretação da CVM sobre a incidência do artigo 254-A como tem sido feita não inclui como hipóteses obrigatórias de lançamento de OPA diversas operações societárias e arranjos contratuais que podem ser estipulados a fim de realizar a transferência de controle sem incutir nos custos que envolvem uma oferta pública de ações.

CAPÍTULO VI
SÍNTESE CONCLUSIVA E CONSIDERAÇÕES DE *LEGE FERENDA*

Diante da pesquisa elaborada na presente dissertação, observamos que o regime de oferta pública obrigatória de ações (*tag along*) é tema controverso, a nível mundial e nacional, em especial em relação à funcionalidade pretendida pela norma e a delimitação dos eventos que tornam o *tag along* obrigatório.

No Brasil, atualmente, em relação ao compartilhamento ou não do prêmio de controle, verificamos que o legislador e a doutrina adotaram posição intermediária, entre a mais extrema adotada pelo direito norte-americano – em que não existe oferta pública obrigatória na alienação de controle, segundo a premissa de que o prêmio de controle caberia exclusivamente ao controlador e que a tutela aos minoritários seria feita via estabelecimento do preço[201] – e a posição mais extensiva defendida originalmente em nosso ordenamento: de que o prêmio de controle caberia a todos os acionistas, independentemente do direito a voto, de forma a que os minoritários tivessem acesso a 100% do valor pago pelas ações do controlador.

O nosso ordenamento adotou posição que entende ser o controle bem da companhia o qual deve ser compartilhado entre os acionistas minoritários. Contudo, não adotou o compartilhamento de forma igualitária a todos os acionistas minoritários, de forma indiscriminada, mas sob perspectiva de "valor diferenciado de ações da mesma espécie". Segundo tal entendimento, reconhece-se o prêmio de controle como bem da companhia, mas se atribuio recebimento maior do prêmio aos integrantes do bloco de controle, garantindo aos acionistas minoritários (apenas aqueles com direito a voto) de 80% do valor pago pelas ações dos acionistas controladores.

Sob perspectiva da alocação do prêmio de controle, de acordo com a função do tratamento igualitário, o ordenamento brasileiro replica a ideia de que o mercado não é eficiente do ponto de vista de tutela ao minoritários via estabelecimento de preço, cabendo à legislação proteger os minoritários em vista de potencial prática abusiva do controlar o qual apropriaria para si todo o prêmio de controle. Entende-se ser o prêmio de controle bem da

---

[201] Posição defendida originalmente por BERLE e MEANS (BERLE, Adolf. A.; e MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Brunswick, London: Transaction Publishers, 1999) e que adota o conceito moderno da "*strong form of the efficient market hypothesis*".

companhia que deveria ser compartido a todos os acionistas com direito a voto na companhia aberta.

No que se refere à função, de modo geral, é predominante a ideia de que a OPA obrigatória teria como objetivo "garantir o tratamento igualitário entre os acionistas", mas outras funções também foram mencionadas tanto nos demais ordenamentos quanto no Brasil, a maioria visando efeitos *externa corporis*[202], de ordem econômica. Por exemplo, no âmbito europeu, um dos objetivos da OPA obrigatória seria a promoção de maior transparência e sinergias entre os países membros da Comunidade Europeia. Por outro lado, na Turquia, o evento que torna a OPA obrigatória tornou-se mais restrito como forma de promoção de negócios com investidores estrangeiros.

Em linha com as funções de cunho econômico, mencionadas acima, observa-se no Brasil a mesma tendência. Ou seja, a presença de relação direta do *tag along* com o momento histórico e de desenvolvimento econômico e do mercado de capitais brasileiro. Na verdade, pela análise da conturbada da legislação brasileira sobre o tema, observa-se, explicitamente o vai-e-vem de inclusão e retirada do *tag along* muito mais como forma de estimular determinado movimento ou tendência no mercado de capitais brasileiro do que a busca de tutela do direitos dos minoritários.

A OPA obrigatória é inserida, inicialmente, como forma de tutelar os minoritários, mas sua primeira aparição está estritamente ligada à situação particular oriunda de atos abusivos cometidos por instituições financeiras que estavam em processo de concentração, as quais passaram a alienar seu controle, de modo a prejudicar os acionistas minoritários[203].

Na sequência, o *tag along* foi retirado do ordenamento, sob a justificativa de promoção ao mercado de capitais brasileiros, no contexto das privatizações. Observa-se certa relativização da tutela aos minoritários em vista de interesses econômicos em que o Estado é afetado diretamente por ser o acionista controlador de diversas companhias abertas. A OPA obrigatória é muito custosa e desestimula as aquisições de controle e foi retirada da Lei das S.A. como forma de fomentar a aquisição do controle das companhias estatais. É notório que os interesses estatais e públicos nesse caso prevalecem sobre o resguardo ao tratamento igualitário entre os acionistas. O interesse do acionista controlador (Estado) prevaleceu, sob justificativa que o desenvolvimento do mercado de capitais e o movimento de privatizações

[202] Ressalta-se como outra função que visa regular a estrutura interna da sociedade a ideia de "compensação pela quebra do quadro acionário" observado em alguns casos julgados pela CVM.
[203] Para mais detalhes, ver *Capítulo II*, item "b.2".

trariam mais benefícios à economia e ao País como um todo do que a tutela dos investidores minoritários do mercado de capitais.

Alteração semelhante foi feita na Turquia, onde o percentual de ações adquirido apto a tornar obrigatória a realização de OPA passou de 25% para mais de 50% das ações com direito a voto. A justificativa foi o estímulo aos investidores estrangeiros, os quais teriam mais incentivo de adquirir ações no mercado de ações turco, sem o ônus de ter que lançar oferta pública de ações pelo fato de terem adquirido ações representativas de um quarto das ações com direito a voto de determinada companhia[204].

O retorno do *tag along* à Lei das S.A., com a inclusão do artigo 254-A seguiu a justificativa de tutela aos minoritários com direito a voto. Contudo, a aplicação prática do referido artigo tem sido controversa. Em primeiro lugar, indaga-se sobre a possibilidade de tutela do acionista minoritário de acordo com função diversa da prevista ao longo da evolução legislativa: da OPA como remédio que compensaria a quebra do quadro acionário resultado da alienação do controle. Ademais, diante da falta de contornos claros sobre o conceito de controle a ser utilizado na aplicação do artigo 254-A, enfrenta-se dificuldade na delimitação das hipóteses que tornariam a OPA por alienação de ações obrigatória.

A construção da norma sobre o *tag along*, pela natureza de criar verdadeira obrigação a terceiros (adquirente do controle), não apenas tem que ser transparente como deve garantir aplicação pelo intérprete da norma de maneira uniforme. Contudo, diante da redação atual não é este o cenário que se verifica. O artigo 254-A não traz contornos definidos do que seria controle (objeto a ser alienado), elemento essencial de delimitação das hipóteses de aplicação da regra. Além disso, por anos, a lei societária não trouxe comando direto nesse sentido, sendo introduzido apenas em 2002, com a promulgação da Instrução 361/02, comando direto para definição da existência de controle a partir da verificação da alienação de ações por acionista controlador constante no artigo 116, da Lei das S.A.

No entanto, tal comando não solucionou a dificuldade de delimitar as hipóteses de incidência do artigo, mas trouxe mais nebulosidade ao tema ao adotar conceito "adaptado" de acionista controlador para fins de aplicação artigo 254-A, atrelado ao fato dos dois artigos tratarem do controle sob perspectivas distintas.

Prevalece, segundo entendimento da CVM sobre o tema, a ideia de que apenas o elemento da alínea "(a)" do artigo 116[205] identificaria o controlador da companhia, para fins

---

[204] Para mais detalhes, ver *Capítulo III*, item 3.2 "c".

[205] "*[D]direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia*".

do artigo 254-A, pois a única situação em que seria comprovado de maneira inequívoca que determinado acionista é titular do controle e é capaz de aliená-lo a terceiro seria no cenário de que o referido acionista é titular de mais de metade das ações com direito a voto. A justificativa seria de que o referido cenário seria o único, segundo tal entendimento, em que haveria garantia de preponderância nas assembleias gerais e na eleição dos administradores de modo permanente.

Tal interpretação, que considera a prevalência nas deliberações da companhia, de modo permanente, como elemento essencial para verificação do controle, além de adotar questionável interpretação "adaptada" de comando legal voltado ao sistema de deveres e responsabilidades do acionista (artigo 116, da Lei das S.A.), justificou a OPA não pela função preponderante ao longo de toda evolução legislativa pátria sobre o tema, mas inovou ao indicar que a função do *tag along* seria compensar os minoritários pela "quebra da estabilidade do quadro acionário".

No entanto, além de tal funcionalidade não ter sido debatida praticamente em nenhum momento das discussões legislativas e doutrinárias que acompanharam o desenvolvimento do regime de *tag along* no Brasil, o resultado da interpretação dominante na CVM de que artigo 254-A seria apenas aplicável na alienação de ações de acionista titular de 50%+1 das ações com direito a voto, parece não garantir o acesso ao prêmio de controle pelos demais acionistas da companhia, justamente a função que motivou a inclusão na Lei das S.A.

Por um lado, com o estabelecimento de interpretação restritiva da regra (apenas às hipóteses de controle majoritário), evita-se a atribuição de ônus ao investidor sem que seja comprovada a possibilidade do exercício do controle de forma inequívoca. Por outro lado, é criada regra permissiva, que pode ser facilmente evitada mediante aquisição de percentual inferior à maioria das ações com direito a voto que, na prática, garante o exercício do controle de fato. Outra forma de evitar o lançamento da OPA e arcar com os custos relacionados, mas mantendo o controle, seria a utilização de mecanismos societários que garantam tal exercício como, por exemplo, a vinculação de determinado bloco de ações minoritário a: (i) direitos de veto extensos; e (ii) a garantia de eleição de número fixo de administradores, de modo a garantir o exercício do controle via acordo de acionistas.

Diante do cenário descrito acima, de aparente desacordo com a função a ser perquirida pelo artigo 254-A e insegurança jurídica atual, algumas sugestões de *lege ferenda* podem ser feitas, pautadas especialmente com base no estudo das regras sobre OPA obrigatória em outros ordenamentos desenvolvido no *Capítulo III*:

1. O artigo 254-A deveria adotar conceito de controle independente do artigo 116, da Lei das S.A., tendo em vista que os dois buscam tutelar efeitos distintos do controle.

2. Em linha do analisado em outros países, verifica-se que a adoção de presunção de controle de acordo com determinado critério objetivo garante maior tutela legal aos objetivos pretendidos pela norma.

3. A presunção de controle pode ser estabelecida mediante a utilização de critério objetivo e o percentual de ações determinantes do controle deve considerar o quórum legal para aprovação das matérias de maior relevância para a companhia[206].

4. A presunção pode ser estabelecida de modo a permitir exceções (objetivas), desde que elementos do caso prático comprovem que, apesar da titularidade de percentual inferior ao estabelecido, existem elementos, de fato, que demonstram o exercício do poder de controle, como, por exemplo, a preponderância em determinado número consecutivo de assembleias, a eleição reiterada da maioria dos administradores, dentre outros.

Em linhas gerais, tais sugestões buscam tornar a regra mais objetiva, promovendo maior segurança jurídica, além de adaptar a regra às situações limítrofes mencionadas no *Capítulo V*, acima, de forma a questionar quem seria o controlador de fato de determinada companhia, independentemente do número de ações com direito a voto de sua titularidade.

As sugestões acima estão direcionadas à redação do artigo 254-A atual e do objetivo de garantir o tratamento igualitário nas hipóteses de alienação de ações, da forma como a regra está inserida no ordenamento. No entanto, nota-se a importância de questionamentos adicionais.

---

[206] No Brasil, o artigo 129, da Lei das S.A., determina como quórum legal geral das aprovações em assembleia a maioria absoluta de votos. Nesse sentido, faria sentido estabelecer o critério objetivo de mais de 50% das ações com direito a voto. Entretanto, tal interpretação não parece compatível com a atual redação do artigo 116, da forma como tem sido aplicada pela CVM. O artigo 116 regula o poder de controle (para fins de responsabilização do controlador) tanto de forma minoritária, como majoritária. Seria necessário estabelecer critério legal específico que determinasse o percentual de mais de 50% das ações para fins de alienação de controle.

Em vista da tendência internacional e do acesso ao prêmio de controle aos minoritários, indaga-se se a lei societária brasileira não deveria sofrer modificações ainda mais estruturais para adotar a obrigatoriedade de OPA também em hipóteses de aquisição de controle e não apenas de sua alienação. Não estaria o minoritário também em prejuízo nessas situações em que há prêmio de controle para os acionistas titulares do controle?

Além disso, dado que o acionista que aliena o controle é beneficiário direto da apropriação do prêmio de controle, não deveria ser ele o responsável pelo ônus de lançar a OPA e não o adquirente do controle?

Sobretudo, diante da nova estrutura do mercado de capitais brasileiro – pulverizada e com a presença mais acentuada do controle compartilhado (em especial, via acordos de acionistas) – instiga-se o debate sobre a adequação do artigo 254-A ao cenário atual. A disciplina do *tag along* foi alvo de diversas alterações legislativas ao longo dos anos e acompanhou alterações econômicas a até políticas no País. Questiona-se, sobretudo se comparado com a regulação do tema em outros países, se não estaria o Brasil em defasagem em relação à tutela dos minoritários em situações em que o prêmio de controle é negociado em operações de alienação de controle em que não são negociadas a maioria das ações com direito a voto, mas em que há a garantia de transferência do controle.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. *Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto nas empresas de capital aberto no Brasil*. *In*: Revista Brasileira de Economia. Vol. 61, n. 2, 2007.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2006.

ANDREZZO, Andrea Fernandes. *A Alienação de Controle de Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária – Efetivo Avanço?* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Vol. 130. São Paulo: Malheiros. Abr. / Jun., 2003, p. 160-179.

ARAGÃO, Paulo Cezar. *A disciplina do acordo de acionistas*. *In*: LOBO, Torres (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

ASCARELLI, T. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 2008.

_____. *Riflessioni in Tema di Titoli Azionari e Società tra Società*. *In*: *Banca, Borsa e Titoli di Crédito*, 1952, I, p. 385, nos *Studi in onore di Alfredo De Gregorio*, e reproduzido com modficiações em *Sagi di Diritto Commerciale,* Milão, 1955.

AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S/A*. São Paulo: Malheiros, 1993.

BARRETO, Celso de Albuquerque. *Acordo de Acionistas*, 1982, *apud* LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – comentários à lei*. Vol. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

BARROS LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros Leães. *Notas sobre o Poder de Controle Compartilhado*. *In*: Revista de Direito Empresarial. Vol. 2, Nov. / Dez. 2013.

BEBCHUK, Lucian Arye. *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. In: The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 109, nº 4, pp. 957-993, Harvard Law School, November 1994.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. *Corporate Governance and control. In*: *Handbook of the Economics of Finance* (Constantinides, Harris, and Stultz Eds.). Amsterdam: Elsevier, 2003.

BERGLÖF, E.; VON THADDEN, E. *The changing corporate governance paradigm: implications for transition and developing countries. In*: Conference Paper, Annual World Bank Conference on Development Economics, 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183708 > Acesso em: 08.06.2016.

BERLE, Adolf A. *Control in Corporate Law. In*: Columbia Law Review. Vol 58, 1858, p. 1.212-1.225.

_____. *Control in corporate law. In*: Columbia Law Review. Vol. 58, p. 1212-1225. Nova Iorque, Abr.1958.

BERLE, Adolf. A.; e MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Brunswick, London: Transaction Publishers, 1999.

BERTOLDI, Marcelo M. *O poder de controle nas sociedades anônimas – alguns aspectos. Scientia Iuris*, v.7/8 (2003/2004)

_____. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

_____. *O poder de controle nas sociedades anônimas – alguns aspectos. Scientia Iuris*, v.7/8 (2003/2004), p. 63. Disponível em: <http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/iuris/article/view/11102/9815>. Acesso em: 08.06.2016.

BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antonio Gledson de; GORGA, Érica. *The corporate governance of privately controlled Brazilian firms*. *In*: Revista Brasileira de Finanças. Vol. 7, 2009.

BLOK, Marcella. *Abuso do poder de controle do acionista controlador nas sociedades anônimas*. *In*: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 56, 2012.

BOBBIO, Norberto. *Teoria da Norma Jurídica*. Trad. Fernando Pavan Baptista e Ariane Breno Sudatti. Bauru: EDIPRO, 2001

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

BULGARELLI, Waldirio. *Problemas de Direito Empresarial Moderno*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

_____. *A regulamentação jurídica do acordo de acionistas no Brasil*. *In*: Revista de Direito Mercantil. Vol. 40, 1980.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades*. *Validade da estipulação de que os membros do conselho de administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador*. *In*: Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem, 2002. Vol. 15.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II, São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. *Acordo de Acionistas*. *In:* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Vol. 106, Abr. / Jun. 1997.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; 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.

CASTRO, Eduardo Spinola. *Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

COASE, R. *The nature of the firm*. *In*: *The Firm, The Market and The Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

COMPARATO, F. K. *A reforma da empresa*. *In*: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Vol. 50, Abr. / Jun. 1983, p. 57-74.

_____. *Alienação de controle de companhia aberta*. *In:* Direito Empresarial Estudos e Pareceres, São Paulo: Saraiva, 1990, p.75.

COMPARATO, F. K.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

DALLARI, Adilson Abreu. *Sociedade de economia mista - Sócio estratégico e o Acordo de acionistas*. *In:* Revista de Direito Administrativo. Vol. 221, 2000.

DINÇ, ILhan. *Mandatory Bids In Turkey: An Overview of the New Legal Regime*. *In:* Law and Justice Review, Volume IV, Issue 1, June 2013.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, 1991.

EIZIRIK, Nelson. *Oferta pública de aquisição: interpretação do art. 254A da lei das sociedades anônimas*. *In:* Revista de Direito da Associação dos Procuradores do Novo Estado do Rio de Janeiro. Vol. 14, 2004.

_____. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, 2ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

_____. *Quando um integrante do bloco de controle de uma companhia assume sozinho mais de 50% das ações votantes ocorre alienação de controle? NÃO: Tudo dentro de casa*. *In*: Revista Capital Aberto. Vol. 61, 2008.

_____. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. I, São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FAMA. Eugene F. *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*. *Journal of Finance*, Volume 25, Issue 2, *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighht Annual Meeting of the American Finance Association*. New York, N.Y. May, 1970, pp. 383-417.

GILSON, Ronald J. *Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy*. *In*: *Harvard Law Review*. Vol. 119, 2006.

GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger (Coord.). *Estudos Avançados de Direito Empresarial*. *Contratos, Direito Societário e Bancário*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

_____. *Changing the paradigma of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countrie*s. *In*: *Northwestern Journal of International Law & Business*. Vol. 29, 2009, p. 439-554.

GUERREIRO. José Alexandre Tavares. *Sociedade anônima*. *Reorganização societária*. *Alienação de ações*. *Alienação de controle direta e indireta: inocorrência*. *Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das sociedades anônimas*. *In: Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, Vol. 45, 2009, p.207.

GRAU, Eros Roberto. *Sociedade de economia mista - Nulidade de acordo de acionistas que importa em mudança de seu acionista controlador*. *In:* Revista de Direito Administrativo, 2000, n. 222, p.348.

HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R. *The end of history of corporate law*. *In*: Georgetown Law Journal. Vol. 89, 2001, p. 439-459.

HERMIDA, Alberto Javier Tapia. *El Régimen de las Oferta Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España*. Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil,. Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Complutense. Mayo 2008. Disponível em: <http://eprints.ucm.es/7900/1/A._Tapia.Régimen_OPAs.pdf> Acesso: 21.11.2016.

JENNINGS, R.W., MARSCH, H.; COFEE, J. C. *Securities Regulation. Cases and Material*, 5th Ed., New York: The Foundation Press, Inc., 1990, p. 655 e segs.

JENSEN, Michael C. and MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. Vol. 3, n. 4, 1976, p. 305-360.

JURFEST, Sonia P.; PAREDES, Ricrado D.; RIUTORT, Julio. *Control Premium and Corporate Regulatory Changes: Theory and Evidence*. Janeiro, 2015. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2548700> Acesso em 12.03.2016.

KERSHAW, David. *Company Law in Context. Text and Materials*. Oxford. University Press, 2009.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *Corporate ownership around the world. In*: Journal of Finance. Vol. 54, 1999.

LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* 1ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. *Direito das Companhias*. Vol. I, 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LEÃES, L. G. P. de B. *Conflito de Interesses. In*: Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989.

_____. *O acordo de acionista como negócio fiduciário. In:* Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem. Vol. 15, 2002.

LEAL, Ricardo R. Câmara; BARTOLON, Patrícia Maria. *Controle compartilhado: impactos sobre o valor da firma*. In: *Governança Corporativa. Estrutura de controles societários / IBGC* – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: Saint Paul, 2009.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Reflexões sobre a responsabilidade do acionista controlador. In:* Revista de Direito Renovar. Vol. 12, 1998.

LOBO, Jorge. *Interpretação realista da alienação de controle de companhia aberta. O art. 254 da lei das sociedades anônimas. A polêmica alienação de controle de companhia aberta. In:* Revista de Direito Mercantil. Vol. 124, 2001.

_____. *Tag Along: Uma análise à Luz da Escola do Realismo Científico*. Revista EMERJ. Vol. 16, nº 55, p. 240-260, Jul. / Set. 2011.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – comentários à lei*. Vol. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MAKES, Yozu. *Challenges and Opportunities for the Indonesian Securities Takeover Regulations: a Comparative Legal Analysis. In:* University of Pennsylvania East Asia Law Review, Vol. 8, Spring 2013. p. 84-125.

MARTINS, Fran. *Novos Estudos de Direito Societário*. São Paulo: Saraiva, 1988.

_____. *Governança Corporativa: estrutura de controles societários / IBGC* – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

_____. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, 4ª Ed. rev. e atual, Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS-COSTA, Judith. Parecer: *Oferta Pública para a Aquisição de Ações (OPA). In*: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais. Vol. 44, n. 140, p. 229–270. Out. / Dez., 2005.

MASSARI, Mario; MONGE, Vittorio; ZANETTI, Laura. *Control Premium in Legally-Constrained Markets for Corporate Control: the Italian Case* (1993-2003). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=962353> Acesso em: 22.04.2016.

_____. *Control premium in the presence of rules imposing mandatory tender offers: can it be measured?* Università Commerciale "Luigi Bocconi", Milão, Itália, Julho 2004. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=683277> Acesso em: 22.04.2016.

MIRANDA FILHO, Aloysio de Meirelles de. Descontrole de critérios. Cabe à CVM esclarecer, para maior segurança juridica, as situações que caracterizam consolidação de controle. *In*: Revista Capital Aberto. Ed. 22, Junho 2005.

MOTTA, Nelson Cândido. *Alienação do Poder de Controle Compartilhado*. *In*: Revista de Direito Mercantil. Vol. 32, n. 89, p. 42–46. Jan. / Mar., 1993.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário*. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO. Luís André N. de (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. *Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e de capitais disperso: eficiências e ineficiências*. *In*: NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo; e VON ADAMEK, Marcelo Vieira. (Org.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. 1ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 298-315.

_____. *Aquisição de Controle Acionário: Alienação e Tomada*. Tese de Livre-docência. Universidade de São Paulo, USP, Brasil, 2012.

NETO, Alfredo de Assis Gonçalves. *Lições de Direito Societário: sociedade anônima*. Vol. II, 1ª edição, São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.

OIOLI, Erik Frederico. *Obrigatoriedade do* tag along *na aquisição de controle diluído*. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de Direito Societário e Empresarial*

contemporâneos: liber amicorum. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

O'KELLEY, Charles R. T. *Corporations and other business associations: cases and materials*. 7th Ed. New York: Wolters Kluwer. Law & Business, 2014.

PARENTE, Norma. *Quando um integrante do bloco de controle de uma companhia assume sozinho mais de 50% das ações votantes ocorre alienação de controle? SIM: As aparências enganam*. *In*: Revista Capital Aberto. Vol. 61, 2008.

PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. 327fls. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2015.

PENALVA SANTOS, J.A. *Direito dos minoritários – Alienação de Controle de Companhia Aberta e os Direitos dos Minoritários. Análise do art. 254 da Lei nº 6.404 de 1976. 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.

PENTEADO, Arthur Bardawil. *CVM. Decisão administrativa sobre alienação de controle. Ações vinculadas a acordo de acionistas. O caso Votorantim. In*: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 126, 2002, p. 178-192.

PRADO, Viviane Muller. *Acordo de acionistas*. *In*: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e Arbitragem, Vol.17, 2002, p.264.

PRADO, Roberta Nioac. Fundamentos jurídicos e econômicos da OPA a posteriori (*Tag Along*) e a questão sob a ótica de empresas que praticam boas práticas de Governança Corporativa. Revista Direito GV, Vol. II, Jan. / Jun. de 2006, p. 167-190.

RETTO, Marcel Gomes Bragança. *Aspectos controvertidos dos acordos de acionistas – uma abordagem prática*. *In*: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 48, 2010, p. 112.

SÁ, G. *O Valor das Empresas*. Rio de Janeiro: Editora Expressão e Cultura, 2001.

SADDI, Jairo. *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

SALAMA, Bruno Meyerhof; e PRADO, Viviane Muller Prado. *Proteção aos Acionistas Minoritários no Brasil: Breve Histórico, Estrtutura Legal e Evidências Empíricas*. Artigos Direito GV, Vol. 63, Dez. 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Alienação de controle: o vaivém da disciplina e seus problemas*. *O novo Direito Societário*. 2ª Ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2002.

SILVEIRA, Alexandre da. *OCDE elogia ativismo de investidores alternativos*. *In*: *Revista Capital Aberto*. Vol. 49, setembro, 2007.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário*. *Interpretação e Valor*. Niterói: FMF, 2004.

TESTA, Pedro. *The Mandatory Bid in the European Community and in Brazil: a Critical View*. Trabalho para obtenção do título de L.L.M. na London School of Economics and Political Science, 2006. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=943089> Acesso: 18.11.2016

TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001. São Paulo: Forense, 2002.

TORNOVSKY, Miguel. *Acordos de Acionistas sobre o Exercício do Poder de Controle*. *Análise das principais alterações introduzidas ao art. 118 da Lei das S.A. pela Lei 10.303/2001*. *In*: Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro. Vol. 127, Jul. / Set. 2002, p. 93-106.

WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coord.); FREITAS. Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins (Org.). *Sociedades*

anônimas e mercados de capitais: homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

WALD, Arnoldo*. A oferta pública, a igualdade dos acionistas e o direito comparado. In:* Revista de Direito Mercantil. Vol. 43, 1981.

_____. *Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 45, ano XXI, 1982.

_____. *A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas*. Revista da CVM, 4/2, n. 13, 1986.

_____. *O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. In*: Revista de Direito Mercantil. Vol. 110, 1998.

_____. *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários. In:* Revista da Associação dos Juízes do Rio Grande do Sul – Ajuris, Vol. 26, n. 81 t.1, Mar. 2001. Imprenta: Porto Alegre, Ajuris.

_____. A nova lei das sociedades anônimas e a CVM. *In*: Revista Ibero Americana de Direito Público. Vol. 7, 2002.

_____. *Exame do conceito de "ações em circulação" para os fins do procedimento de fechamento de capital. In:* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Vol. 57, 2002.

_____. *Governo das Empresas. In:* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 3, 2002.

_____. *Da Caracterização da Alienação de Controle. In*: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 38, Out./Dez. 2007, pp. 189-203.

APÊNDICE I

- TABELA COMPARATIVA DE REGRAS SOBRE OPA OBRIGATÓRIA[207] –

	Jurisdiction	When must a mandatory offer be made?
1.	**Argentina**	A person intending to acquire a "significant interest" in a public company must make a mandatory offer. A "significant interest" is an interest equal to 15% or 51% or more of a company's shares and votes, depending on the circumstances.
2.	**Australia**	Not applicable, but there is a statutory acquisition prohibition threshold of over 20%.
3.	**Austria**	When a person or legal entity acquires, by any means, a controlling shareholding of more than 30% in the target.
4.	**Belgium**	Bidder (alone or in concert) holds directly or indirectly more than 30% of the voting securities in a listed Belgian company.
5.	**Bermuda**	The Bermuda Stock Exchange Regulations do not impose any obligation to make an offer.
6.	**Brazil**	Mandatory tender offers must be made: • When a publicly-held company is deregistered from the CVM. • When the controlling shareholder acquires a certain number of shares in the controlled company. • When there is a (direct or indirect) sale of control, represented by a transaction, or a series of transactions, in which the controlling shareholder, or members of the controlling group, sell voting securities to a third party who, as a result, acquires control of the target company.
7.	**British Virgin Islands**	No specific timescales or requirements in the BVI.
8.	**Canada**	Any offer to acquire outstanding voting or equity securities of a class that would bring the holdings of the bidder (and its joint actors) to 20% or more of the securities of the class must be made to all shareholders in Canada.
9.	**Czech Republic**	• Acquisition of at least 30% of voting rights in a listed joint-stock company. • Acquisition of at least 90% of voting rights as a result of an unlimited and unconditioned takeover offer. • Decision of general meeting of a listed joint-stock company to: - revoke listing of company's shares on a regulated market; - change a class of shares; - restrict the transferability of shares; - change shareholders' rights to their detriment as a result of a transformation. • On a call of minority shareholders, if the dominant shareholder

[207] Tabela de autoria do Instituto *Practical Law*, vinculado à *Thomson Reuters*, datada de 01.08.2016. Foram inseridas alterações de formatação na Tabela, além de exclusão de informações sobre titularidade de percentual de ações que exige divulgação ao mercado e regras sobre *Squeeze Out*. Disponível na íntegra: <http://us.practicallaw.com/1-518-5074>

		holds at least 90% of the registered capital and voting rights in the company.
10.	**France**	On exceeding 30% of the share capital or voting rights of a French listed company. On increasing a stake of between 30% and 50% of a French listed company's share capital or voting rights by 1% or more within less than 12 consecutive months.
11.	**Germany**	At least 30% of the voting rights.
12.	**Guernsey**	A mandatory offer must be made when either: • There is an acquisition of an interest that results in the bidder holding 30% or more of the voting rights of the target. • There is an intention to acquire an interest in shares carrying between 30% and 50% of the target's voting rights and an acquisition of an interest in any other of the target's voting shares.
13.	**Hong Kong**	When a person or group of persons acting in concert acquire: • 30% or more of the target's voting rights. • 2% or more of the target's voting rights in the preceding 12 months if already holding 30% to 50% of the target's voting rights.
14.	**India**	When a bidder intends to acquire more than 25% of the target's shares, or has over 25% and acquires another 5% or more, or takes control of the target.
15.	**Indonesia**	A mandatory tender offer (MTO) is triggered when there is a change of controller. An exception may apply to shares held by: • Shareholders that participate in the acquisition by a new controller. • Parties that have received an offer with the same terms and conditions from the new controller. • Parties that are simultaneously making an MTO or a voluntary tender offer (VTO) for the shares in the same target. • Other controllers of the target.
16.	**Israel**	Any acquisition resulting in a shareholding exceeding: • 25% (where no other shareholder holds at least 25%). • 45% (where no other party holds 45%) of the voting rights.
17.	**Italy**	If, as a result of one or more purchases or enhanced voting rights a person owns shares carrying voting rights in the shareholders' meeting called to resolve upon the appointment/revocation of directors, exceeding: • 30% of all voting shares. • 25% of voting shares of companies other than small-medium sized companies. • A percentage between 25% and 40% of voting shares, if the target is a small-medium sized company and its bye-laws derogate to the 30% threshold.
18.	**Japan**	Includes when the purchase is made outside the stock exchange market, and after the purchase, the aggregate voting rights held by a purchaser and any affiliated persons divided by the total voting rights of the target (total voting ratio) exceeds 5%, or the number of

		total sellers is ten or fewer and the total voting ratio of the purchaser exceeds one-third after the purchase.
19.	**Jersey**	If UK Takeover Code applies; on the bidder acquiring 30%, or enhancing between 30% and 50%.
20.	**Kuwait**	A person, who has come into possession (whether directly or indirectly) of more than 30% of the voting shares of a KSE listed company is required to launch a mandatory takeover offer within 30 days of crossing the 30% threshold.
21.	**Malaysia**	On acquisition, holding or exercise of control in more than 33% or more of the target's voting shares (or an entitlement to do so). Holding between 33% and 50% of the target's voting shares and then acquiring more than 2% of the target's voting shares in any six-month period. Acquisition of between 20% and 33% of the target's voting shares (and the Securities Commission exercises its discretion).
22.	**Mexico**	When a bidder intends to build a stake of 30% or more of the target's capital stock.
23.	**Norway**	Any person or company that acquires shares in a Norwegian company listed on the OSE and, as a result, owns shares representing more than one-third of the voting rights, must make an offer to buy the remaining shares (or reduce its shareholding below that level).
24.	**South Africa**	When a bidder intends to build a stake of 35% or more of the target's capital stock.
25.	**Spain**	• When control of the target company has been obtained[208]. • When a company decides to de-list its shares. • When a company decides to decrease its share capital through the acquisition of treasury shares.
26.	**Sweden**	When a person who (alone or together with any concert party) acquires shares carrying 30% or more of the voting rights in the target company.
27.	**Switzerland**	If the bidder acquires shares, taking its holding to one-third or more of the target's voting rights (if there is no opting-out or opting-up).
28.	**Turkey**	When a person(s) acquire(s) the shares or voting rights in a publicly-held company, entitling management control directly or indirectly[209].
29.	**Thailand**	Any person acquires shares in a publicly listed company up to 25%, 50% or 75% of its total voting rights at the end of any trading day.
30.	**UK (England and Wales)**	Once a person either: • Acquires 30% or more of the target's voting rights. • Is interested in shares carrying 30% to 50% of the target's voting rights, and that person or a concert party acquires an interest in any other voting shares in the target.

[208] *"The direct or indirect acquisition of 30% or more of the voting rights.*
Holding less than 30% of the voting rights, but appointing more than half of the members of the board of directors in the public company."

[209] A legislação da Turquia, promulgada em 2014, indica parâmetros adicionais para definição do que seria poder de eleger a maioria da administração.

31.	**United States**	There is no requirement to make a mandatory offer. However, under certain states' "control share cash-out" provisions, if a bidder gains voting power of a certain percentage of a company (20% in Pennsylvania, 25% in Maine and 50%+1 in South Dakota), the other shareholders can demand that the bidder purchase their shares at a fair price.
32.	**Vietnam**	A tender offer is required in the following cases: • Purchase of a company's circulating shares that results in a purchaser, with no shareholding, or less than a 25% shareholding, acquiring a 25% shareholding or more. • Purchase of a company's circulating shares that results in a purchaser (and affiliated persons of the purchaser), with a 25% or more shareholding, acquiring a further 10% or more of circulating shares of the company. • Purchase of a company's circulating shares that results in a purchaser (and affiliated persons of the purchaser), with a 25% shareholding or more, acquiring a further 5% up to 10% of currently circulating shares of the company within less than one year from the date of completion of the previous offer.

APÊNDICE II

- RESUMO DE CASOS ENVOLVENDO OPA -

(ANTERIORES À LEI 10.303/01[210])

1. Pereira Lopes-Ibesa S.A. – Parecer SJU CVM nº 86, de 09.12.1982 ("Caso Pereira Lopes"):

Em resposta à consulta verbal, a Superintendência Jurídica, por meio do Parecer nº 086/82, enviado ao Colegiado da CVM, considerou que a alienação de participação acionária de *holding*[211], controladora da companhia aberta Pereira Lopes, por pessoas físicas, à companhia Refrigeração do Paraná S.A., resultaria na cessão do controle acionário da Pereira Lopes-Ibesa S.A. ("Pereira Lopes"), tendo em vista que, como resultado da operação, teria ocorrido a cessão onerosa de ações suficientes para assegurar a maioria decisória na Pereira Lopes. Observa-se que a cessão de ações envolveria apenas 2/3 das ações de emissão da *holding* e, assim, formalmente, não haveria cessão da maioria das ações de emissão da Pereira Lopes, mas apenas a cessão da participação das pessoas físicas.

No entanto, o Parecer considerou uma série de elementos caracterizadores da "finalidade última pretendida" pelas partes, de "especial relevância na qualificação jurídica do negócio" (como alienação de controle): (i) o preço na transação encerra o valor econômico do poder de controle transferido, sendo o referido pagamento recebido em condomínio pelos cedentes, o que demonstraria o intento de associação; (ii) a obrigação dos cedentes de arcar com garantias de passivo, ou seja, estaria autorizada a redução do preço em função de superveniências passivas e insubsistências ativas, eventualmente verificadas nas referidas sociedades; e (iii) operou-se um tratamento não equitativo dos acionistas, privilegiando aqueles que se encontravam em situação estratégica favorável, em detrimento dos demais.

No entendimento do Parecer, seria irrelevante o fato de cada um dos cedentes de participação acionária não ser titular, individualmente, do "mando societário", sendo

---

[210] Não foram elaborados resumos detalhados dos casos envolvendo o artigo 254 em sua redação original tendo em vista que as informações disponíveis encontram-se nos pareceres indicados acima, sem maiores detalhes sobre a existência de manifestações posteriores da CVM sobre os casos.

[211] A holding foi constituída mediante conferimento da participação acionária de Ernesto e Esther Pereira Lopes e Confab Industrial S.A. ("Confab") na Pereira Lopes, sendo cada um titular de 18% das ações ordinárias de emissão da referida companhia (54%, no total), totalizando participação na *holding* de 1/3 para cada um. Alega-se que a relação de parentesco entre as pessoas físicas conduziria à comunhão de interesses na *holding* e, em última instância, o comando da Pereira Lopes. Nota-se, no entanto, que não teria sido celebrado acordo de voto nesse sentido.

suficiente que: (i) a reunião dos vários acionistas (ligados por acordo) possibilite a preponderância nas deliberações sociais; e (ii) mediante a transferência da titularidade desse conjunto de ações os cedentes tenham obtido o preço abrangendo o valor econômico do poder de controle. No caso em questão, considerou-se a relação de parentesco como elemento essencial na configuração de bloco de controle. E, assim, seria cabível a incidência da regra 254 da Lei das S.A., então vigente à época.

2. Banco Sul Brasileiro S.A. – Parecer SJU CVM nº 67, de 17.10.1984 ("Caso Banco Sul Brasileiro"):

Discutiu-se, no presente caso, a obrigatoriedade de realização de oferta pública de ações prevista no artigo 254 em razão da alienação de ações representativas de 40% do controle societário do Banco Sul Brasileiro S.A. ("Banco Sul") exercido, de forma indireta, mediante convenção de voto por acionistas titulares do controle na proporção 50%/50%.

O posicionamento defendido pela advogada parecerista demonstrou que a lei, ao se referir a poder de controle no artigo 254, não estabeleceu, a priori, a restrição de ser aplicável apenas ao controle majoritário direto. Nesse sentido, identificou:

> Assim, seria possível imaginar que, conquanto se torne problemática a oferta pública para estender o preço de 40% do lote de controle acoplado ao efetivo exercício de controle na forma de co-gestão (50%/50%), pode-se prevenir, em caso de assunção (pela completa cessão) efetiva e singular desse lote de controle, que seja considerado o preço-valor praticado na aquisição de parte referente aos 40%, mais, o poder do co-administrar o empreendimento no preço que vá, então, ser estendido aos nãos controladores por via de oferta ou por via de rateio, se quando ocorrer[212].

No entanto, apesar de reconhecer a advertência da parecerista de que a negociação em tela pode ser o primeiro de uma série de atos tendentes a alienação do controle do Banco Sul, o Superintendente Jurídico da CVM, Luiz Tavares Pereira Filho, entendeu não ter se consumado, no caso, a transferência do controle acionário.

3. Parecer SJU CVM nº 66, de 06.11.1985 ("Caso Companhia E"):

A Superintendência Jurídica da CVM entendeu ser possível o compartilhamento de controle de companhia aberta ainda que sem a existência de acordo formal nesse sentido. No caso em questão, foi constituída *holding* por grupo de acionistas vinculados por acordo tácito

[212] PERCINOTO, Gloria Marcia. Advogada parecerista no Parecer SJU CVM nº 67, de 17.10.1984.

de votos[213], com intuito de controlar companhia aberta "E". Na sequência, mediante série de operações societárias, o controle exercido em conjunto pelo mesmo grupo passou a ser exercido via outra sociedade *holding*.

O entendimento do Parecer foi o de que não haveria hipótese de incidência do artigo 254-A, pois a constituição da nova *holding* representaria apenas uma alteração formal, "*permanecendo o controle nas mãos das mesmas pessoas que anteriormente o exerciam, sem corresponder a uma efetiva alteração na composição do poder de mando*." Além disso, foi levada em consideração a não existência de sobrepreço, indicativa da valorização econômica do poder de controle.

[213] A evidência de controle compartilhado foi a comprovação da votação em conjunto nas assembleias gerais da companhia "E".

APÊNDICE III

- RESUMO DE CASOS ENVOLVENDO OPA -

(POSTERIORES À LEI 10.303/2001)

4. Aracruz Celulose S.A. ("Aracruz")	
Processo	Processo RJ 01/10329
Data de Julgamento / Manifestação da CVM	19.02.2002
Composição do Colegiado	José Luiz Osorio de Almeida Filho – Diretor Presidente Luiz Antonio de Sampaio Campos - Diretor Marcelo Fernandez Trindade - Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco Castro - Diretor
Resumo dos Fatos	Em razão da aquisição de ações de titularidade de acionista integrante do grupo de controle, a SEP determinou que a Votorantim Celulose Papel S.A. ("VCP") divulgasse determinadas informações requeridas pela Instrução CVM 299/99[214]. As ações então adquiridas eram detidas pelo Grupo Mondi, correspondiam a 12,3% do capital social da Aracruz e estavam vinculadas a acordo de acionistas celebrado pelos integrantes do bloco controlador da companhia, formado por BNDES Participações S.A., Grupo Lorentzen, Grupo Safra e pelo próprio Grupo Mondi.
Manifestação da Área Técnica (SEP)	Conforme entendimento da SEP, a VCP, ao adquirir ações vinculadas ao acordo, também passou a ser controladora da Aracruz, o que configuraria alienação de controle. Já o Colegiado entendeu que o controle da companhia era detido de forma compartilhada pelos signatários do acordo, dentre os quais nenhum era titular de 50% mais uma ação com direito a voto.
Manifestação da Recorrente	Afirma a recorrente que não houve alienação de controle com a aquisição da participação no bloco de controle, dado que "*o poder de controle é atributo e prerrogativa do grupo considerado coletivamente, e não de qualquer de seus participantes*

[214] Revogada pela Instrução CVM 361/02, que dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta.

	considerados isoladamente. O só fato do acionista precisar do grupo para integrar o controle é suficiente para demonstrar que sozinho ele não pode exercer esse poder". Ao final, conclui que "*não podendo ser a VCP, individualmente, caracterizada como acionista controladora da Aracruz, não há que se falar em alienação de controle relativamente à aquisição por ela efetuada*".
Decisão do Colegiado	O Colegiado da CVM, por unanimidade, considerou que a aquisição não configuraria alienação do controle acionário, na medida em que nenhum acionista do bloco controlador – nem mesmo a Votorantim – detinha a maioria das ações. A VCP, portanto, não poderia ser considerada controladora, pois não exercia, isoladamente, o controle da sociedade.
Observações	Aquisição de ações vinculadas por acordo de controle. Entrada de terceiro no acordo de acionista.

5. Companhia Brasileira de Distribuição ("CBD")	
Processo	Processo RJ 2005/4069
Data de Julgamento / Manifestação da CVM	11.04.2006
Composição do Colegiado	Marcelo Fernandez Trindade - Presidente Pedro Oliva Marcilio de Sousa - DiretorRelator Sergio Eduardo Weguelin Vieira - Diretor Wladimir Castelo Branco Castro – Diretor
Resumo dos Fatos	Trata-se de recurso interposto pela Companhia Brasileira de Distribuição ("CBD") contra o entendimento da SEP e da SRE que determinou a realização de oferta pública de aquisição de ações decorrente de alienação de controle (art. 254-A da Lei 6.404/76), em virtude da implementação do Joint Venture Agreement celebrado por Abílio dos Santos Diniz ("AD"), Ana Maria Falleiros dos Santos Diniz D'Avila, Adriana Falleiros dos Santos Diniz, João Paulo Falleiros dos Santos Diniz, Pedro Paulo Falleiros dos Santos Diniz e Península Participações Ltda. ("Vendedores"), de um lado, e Casino Guichard Perrachon S.A. ("Casino"), mediante celebração de acordo de associação entre os Vendedores e Casino ("Acordo de Associação"). Discutiu-se a necessidade de realização de OPA por suposta alienação de controle, decorrente da realização concatenada de determinados atos, previstos no Acordo de Associação. Segundo o referido acordo, Casino, então minoritária, com participação de 30%, teria direito de veto em relação a diversas matérias, tanto de natureza patrimonial quanto política[215]. Com a implementação do acordo, duas etapas principais merecem destaque. Em primeiro lugar, Casino iria adquirir 50% das ações com direito a voto. No segundo, teria a opção de compra de uma ação ordinária dos Vendedores, pelo preço de R$1,00, bem como de adquirir as demais ações com direito a voto de titularidade de AD.
Manifestação da Área Técnica (SEP e SRE)	Considerou que toda a contraprestação pela alienação do controle estava sendo paga no momento de alienação das ações adquiridas por Cassino que garantiriam sua posição de co-controlador, não

[215] O acordo de acionistas conferia ao Casino o direito de veto com relação a: (i) certas decisões que poderiam alterar os direitos das ações de titularidade de Casino; (ii) certas decisões relativas a operações entre partes relacionadas; (iii) certas decisões relativas à gestão da CBD, com grande impacto nos seus negócios; e (iv) eleição de membros do Comitê Executivo.

	sendo factível que o valor econômico da opção fosse apenas R$1,00. Entendeu que o exercício das opções garantiria à Casino a posição de controladora e, assim, seria necessária a OPA prevista no artigo 254-A.
Manifestação AGU – Procuradoria Federal Especializada - CVM	Entendeu não se tratar o acordo típico de compartilhamento de controle, por não conferir poder de comando sobre as atividades empresariais da companhia. Destacou que, após o exercício da opcão, os Vendedores deixariam de exercer o controle compartilhado de CBD com Casino. Considerou que o prêmio de outorga da opção já se encontrava inserido na contraprestação recebida pelos Vendedores nas primeirs etapas da operação.
Manifestação da Recorrente	Dentre os argumentos trazidos pela CBD, destacam-se o entendimento de que não seria aplicável a OPA do artigo 254-A, pois, nos termos da Instrução 361, é necessário que o adquirente seja terceiro ou grupo de terceiros agindo no mesmo interesse, que passe a exercer o poder de controle da companhia, o que não seria no caso em questão, pois não teria havido alteração do controle, tendo em vista que o controle da CBD tem sido compartilhado antes mesmo da associação. Além disso, seria necessário que o alienante transferisse o poder da maioria de votos nas assembleias e de eleger os administradores, bem como de usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais (artigo 116).
Decisão do Colegiado	Acompanhando o voto do Diretor-Relator, o Colegiado decidiu, por unanimidade, pela necessidade de realização de OPA por alienação de controle, segundo os seguintes argumentos: (i) seria irrelevante a segunda parte da operação (venda de uma ação ordinária pelo preço de R$1,00), tendo em vista que alienação do controle já se operou desde logo; (ii) não seria aplicável, por analogia, o conceito de controle previsto no artigo 116 aos casos de alienação de controle, em especial a comprovação do uso efetivo do poder previsto no artigo 116, (b); (iii) antes da celebração do Acordo de Associação, a Casino era titular de apenas 30,53% das ações com direito a voto e, apesar de ter celebrado um acordo de voto com o controlador que garantia certos direitos de veto, não estaria configurado o controle compartilhado típico que necessita que os acionistas unam suas ações para exercício do poder de controle; e (iv) com a alienação de ações, a Casino passaria a ser titular de mais de 50% das ações com direito a voto, o que ensejaria a obrigação de realizar a oferta pública de ações.
Observações	<u>Acionista minoritário, titular de certos direitos de veto estipulados em acordo de voto, adquire a maioria das ações com direito a voto.</u>

6. Caso Arcelor Brasil S.A. (“Arcelor Brasil”)	
Processo	Processo CVM nº RJ-2006-5105
Data de Julgamento / Manifestação da CVM	01.08.2006
Composição do Colegiado	n/a
Resumo dos Fatos	Mittal Steel Company N.V. (“Mittal”) realizou oferta com o objetivo de adquirir todas as ações e títulos conversíveis de emissão da Arcelor, controladora da Arcelor Brasil. Ao final da referida oferta, nenhum acionista ficaria com mais de 50% das ações da Arcelor Brasil, mas a Mittal teria mais de 92% das ações de emissão da Arcelor, controladora da Arcelor Brasil. Alegou-se que a referida operação desencadearia a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de controle, nos termos do art. 254-A, da Lei nº 6.404/76 (“Lei das S.A.”). Minoritários enviaram reclamação à CVM sustentando a obrigatoriedade de realização da oferta pública, com base no art. 10, do Estatuto da Arcelor.
Manifestação da Companhia	Arcelor e Mittal alegaram que não haveria alienação de controle no caso de êxito da oferta pela Mittal aos acionistas da Arcelor, pois nenhum acionista deteria mais de 50% do capital votante da companhia. Afirmaram, ainda, que a obrigação estatutária de OPA deve ser analisada de acordo com a legislação brasileira, uma vez que o objeto da oferta seriam as ações de uma companhia brasileira.
Decisão	No entendimento da área técnica da CVM, com base no disposto no Parecer da Procuradoria Especializada da CVM (Memo/PFE-CVM/nº1004/06), diante do disposto nos arts. 10 do Estatuto Social da Arcelor Brasil, 9º da Lei da Introdução ao Código Civil e 116, parágrafo único, da Lei das S.A., a Mittal teria adquirido o poder de controle indireto da Arcelor Brasil e, consequentemente, teria o dever legal de cumprir a obrigação estatutariamente prevista de realização de OPA para os acionistas minoritários da Arcelor. Destaca-se que, no presente caso, a obrigação de lançamento da OPA não decorre da aplicação do artigo 254-A, da Lei das S.A.
Observações	Discussão sobre aquisição indireta de controle.

7. Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL (“Copesul”)	
Processo	Processo CVM RJ2007/7230
Data de Julgamento / Manifestação da CVM	11.07.2007
Composição do Colegiado	Marcelo Fernandez Trindade – Presidente Eli Loria – Diretor Relator Maria Helena dos Santos Fernandes Santana – Diretora Pedro Marcilio declarou-se impedido e não participou do julgamento.
Resumo dos Fatos	Trata-se de recurso apresentado por acionistas da Copesul contra decisão da SER que não entendeu ser aplicável o art. 254-, da Lei das S.A. ao caso. A operação em análise envolveu o contrato de compra e venda de ações, entre Ultrapar Participações S.A. (“Ultrapar”) e os acionistas controladores da Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. (“RPI”) e da Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. (“DPPI”). O contrato objetivou a aquisição pela Ultrapar da totalidade das ações detidas pelos acionistas controladores na RPI, DPPI e na Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (“CBPI”) e, por conta e ordem da Braskem S.A. (“Braskem”) e da Petrobras, para aquisição de ativos petroquímicos e também de ativos de distribuição no caso da Petrobrás. A Braskem e a Petrobrás passariam a deter os ativos petroquímicos na proporção de 60% / 40%, respectivamente, representados pela Ipiranga Química S.A. (“ICQ”), pela sua controlada Ipiranga Petroquímica S.A. (“IPQ”) e pela participação de 29,5% desta última na Copesul. Em seguida, a Braskem protocolou pedido de registro de OPA para cancelamento de registro da Copesul.
Manifestação de Braskem Ultrapar e Petrobrás	Braskem, Ultrapar e Petrobras destacaram que a Copesul já era controlada por Braskem e IPQ, detendo, cada uma, 29,46% do seu capital votante e total, por acordo de acionistas de 25.08.92 e, assim, uma vez que a Braskem já deteria o controle compartilhado da Copesul, não existiria a obrigatoriedade de realização da OPA referida no art. 254-A, da Lei nº 6.404/76.

	Os Recorrentes argumentaram que, nos termos do art. 29, §4º, da ICVM 361/02, seria requisito para a obrigatoriedade da realização da citada OPA que um terceiro adquira o poder de controle da companhia, argumentando, segundo o qual, a Braskem não poderia ser considerada como terceiro, pois já controlava a Copesul de forma compartilhada e paritária com a IPQ, não ocorrendo hipótese de aquisição de controle por integrante de acordo de acionistas, com posição minoritária ou de inferioridade no bloco de controle.
Manifestação dos Recorrentes	Concluíram que a operação era de alienação de controle da Copesul para a Braskem, uma vez que o poder de controle na Copesul era exercido pela Braskem e pela IPQ de forma compartilhada, sendo as decisões do bloco de controle tomadas em conjunto, de acordo com o disposto no acordo de voto, não sendo decidido nada isoladamente por qualquer das duas companhias. Os recorrentes alegaram que a Braskem passaria a ter um percentual, em decorrência da operação, que asseguraria prevalência em qualquer deliberação societária da companhia, exceto em relação às matérias que previam veto por parte da Petrobrás. Alegou-se a transferência do poder de controle, outrora atribuído do grupo, para um acionista apenas. Alegaram que a nova estrutura traria sinergias importantes à Braskem que até então não capturava. Ou seja, haveria uma nova situação de fato, diante da qual o legislador teria previsto a realização de oferta pública pelo novo acionista controlador, como forma de permitir ao minoritário a possibilidade de terminar sua relação jurídica coma companhia, modificada pela alienação do controle. Destacaram que o §5º do art. 29 da ICVM 361/02 introduz uma ressalva à regra geral, permitindo à CVM a identificação de operações que impliquem em transferência de controle com as mesmas características substanciais do §4º, ainda que não se enquadrem de forma evidente na definição ali contida. No caso em questão, haveria a partilha igualitária de poder entre Braskem e IPQ.
Decisão	Em seu voto, o Diretor Relator, Eli Loria, destacou o voto do Diretor Pedro Marcilio no caso CDB, Processo CVM nº RJ2005/4069, e indicou que o art. 254-A não exige o exercício efetivo do poder de controle, exigindo, tão somente, a propriedade dos valores mobiliários que permitiriam tal exercício. Apontou, ainda, duas características da alienação do controle acionário que obrigam a realização de oferta pública: (i) conferência da titularidade do poder de controle à pessoa diversa do anterior

	detentor de controle; e (ii) que a transferência de ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, com ônus e bônus tanto para o alienante quanto para o adquirente. Entendeu que a venda de participação a uma pessoa já integrante do bloco de controle não implica, a princípio, na obrigatoriedade de lançamento de Oferta Pública. Reconheceu, contudo, que a posição majoritária ou minoritária por si só no bloco de controle não caracterizaria ou deixaria de caracterizar reforço de controle, sendo necessária a análise dos termos do Acordo de Acionistas e o efetivo exercício do poder de controle. O Diretor Eli Loria destacou a diferença dos acordos de voto em que há acionista majoritário e aquele em que os acionistas integrantes não possuem a maioria das ações com direito a voto. Vislumbrou a possibilidade de situação em que seria aplicável a OPA, tendo em vista que um grupo de acionistas integrantes do bloco de controle alienassem ações suficientes para que o adquirente detivesse a maioria do capital votante. Destacou que as aquisições de posições estratégicas do grupo minoritário também são feitas normalmente com a atribuição de prêmio. Apesar de questionar diversos pontos, o Direto Eli concluiu que "*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 inerente ao exercício do poder." No entanto, de *lege lata*, entendeu não haver possibilidade de se invocar a obrigatoriedade de lançamento de OPA no presente caso. O Colegiado entendeu, por unanimidade, que a alienação de participação entre integrantes do bloco de controle da Copesul <u>não constitui alienação de controle</u>, para os efeitos do art. 254-A da Lei das S.A.
Observações	<u>Alienação de ações vinculadas por acordo de acionistas</u>.

8. Companhia Energética do Ceará - COELCE ("Coelce")	
Processo	Recurso nº RJ2009/0471 / Processo Administrativo nº RJ2008/9211
Data de Julgamento / Manifestação da CVM	03.03.2009
Composição do Colegiado	Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana - Presidente Eli Loria - Diretor Eliseu Martins - Diretor Marcos barbosa pinto - Diretor Otavio yazbek – Diretor Relator
Resumo dos Fatos	A Coelce era controlada indiretamente pela Endesa S.A. ("Endesa"), companhia aberta espanhola, a qual detinha 58,86% do capital social e 92% do capital votante da Coelce. O capital social da Endesa era disperso até final de 2006, momento em que ocorreram conjunto de atos que culminaram com a realização de uma oferta pública de aquisição de 46,05% do capital social da Endesa pelas companhias Acciona S.A. ("Acciona") e Enel Energy Europe S.R.L. ("Enel") que dessa maneira, passaram a exercer o controle compartilhado da sociedade adquirida. O Fundo Fato Sinergia III – Fundo de Investimento em Ações, na qualidade de acionista minoritário da Coelce, interpôs recurso contra decisão da Superintendência de Registros ("SRE"), a qual não teria reconhecido a existência de um bloco de controle preexistente, que teria sido transferido, como resultado da oferta descrita acima, o que implicaria na alienação de controle da Endesa e, indiretamente, do controle da Coelce.
Manifestação do Recorrente	Para o Fundo, apesar da existência do controle pulverizado da Endesa, haveria uma organização entre os acionistas como bloco e controle, uma vez que todos estariam submetidos ao mesmo estatuto social e, sob as regras deste estatuto, elegiam administradores e aprovavam determinadas matérias, inclusive referentes ao exercício de poder de controle sobre a Coelce. Estariam ligados por um acordo de "natureza societária". Além disso, destacou-se que os acionistas da Endesa alienaram suas ações mediante pagamento de preço com ágio.
Decisão	O Colegiado da CVM, por unanimidade, acompanhando o voto do Relator, Otavio Yazbek, entendeu que a alteração do quadro

	acionário da Endesa não configuraria alienação indireta de controle da Coelce e, consequentemente, não ensejaria o lançamento obrigatório de oferta pública prevista no art. 254-A, caput, da Lei das S.A. A área técnica entendeu que a referida aquisição foi realizada mediante OPA e não mediante alienação do poder de controle por antigo acionista controlador e não haveria obrigatoriedade da realização de OPA na aquisição de controle originário. O relator, Otávio Yasbek, destacou, ainda, a necessidade de consistência temporal no exercício do poder de controle. Considerou que no caso haveria a presença de uma maioria eventual.
Observações	Discussão sobre alienação indireta de controle. Possibilidade de acordo societário de controle. Acordo não formal de controle.

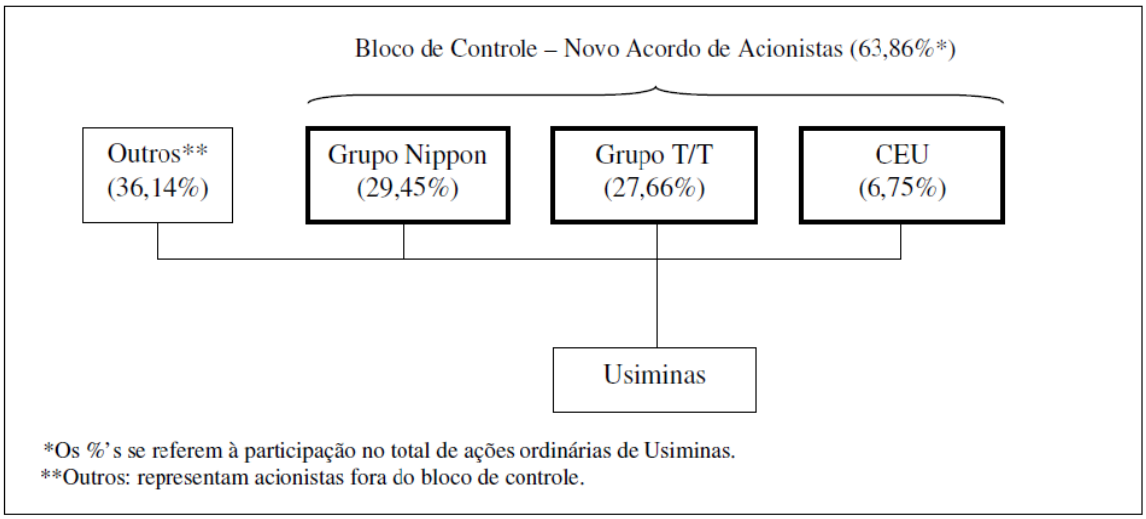
9. Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - Usiminas ("Usiminas")	
Processo	Processo RJ-2011-13706
Data de Julgamento / Manifestação da CVM	02.02.2012
Composição do Colegiado	N / A. Processo analisado pela SER após análise da GRE. Há processo sobre o tema tramitando no judiciário, na 3ª Vara Cível de São Caetano do Sul (SP).
Resumo dos Fatos	O processo teve origem na análise de eventual incidência de oferta pública de aquisição por alienação de controle de Usiminas, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76, em função de Fato Relevante, datado de 28.11.2011, divulgando a celebração de contratos de compra e venda entre empresas vinculadas ao bloco de controle de Usiminas e terceiros, até então sem participação no capital votante da companhia, resumidas a seguir: A Nippon Steel Corporation ("Nippon Steel"), membro do bloco de controle de Usiminas e pertencente ao "Grupo Nippon", formado pelas empresas Metal One Corporation ("Metal One"), Mitsubishi Corporation do Brasil S.A. ("Mitsubishi"), NSC e Nippon Usiminas Co. ("Nippon Usiminas"), compra a participação de 1,69% em ações ordinárias de Usiminas pertencentes à Caixa dos Empregados da Usiminas ("CEU"), também membro do bloco de controle da companhia; b) O "Grupo T/T", formado pelas empresas Confab Industrial S.A. ("Confab"), Prosid Investments S.C.A ("Prosid"), Siderar S.A.I.C. ("Siderar") e Ternium Investments S.àr.l ("Ternium"), até então sem participação acionária em Usiminas, compra a totalidade das ações ordinárias anteriormente detidas pelo "Grupo V/C", membro do bloco de controle, formado pelas empresas VBC Energia S.A. ("VBC") e Votorantim Industrial S.A. ("Votorantim"), correspondente a 25,97% do capital votante de Usiminas; c) Adicionalmente, o Grupo T/T compra 1,69% de participação nas ações ordinárias de Usiminas pertencentes à CEU; e d) Em todos os contratos de compra e venda detalhados acima, o preço pago por ação ordinária foi de R$ 36,00. Um segundo fato relevante, datado em 17.01.2012, veio confirmar a conclusão de todas as operações anunciadas anteriormente e comunicar que foi assinado, pelos membros do novo bloco de controle de Usiminas, o Novo Acordo de Acionistas, substituindo e revogando o Acordo de Acionistas Original, porém, mantendo na

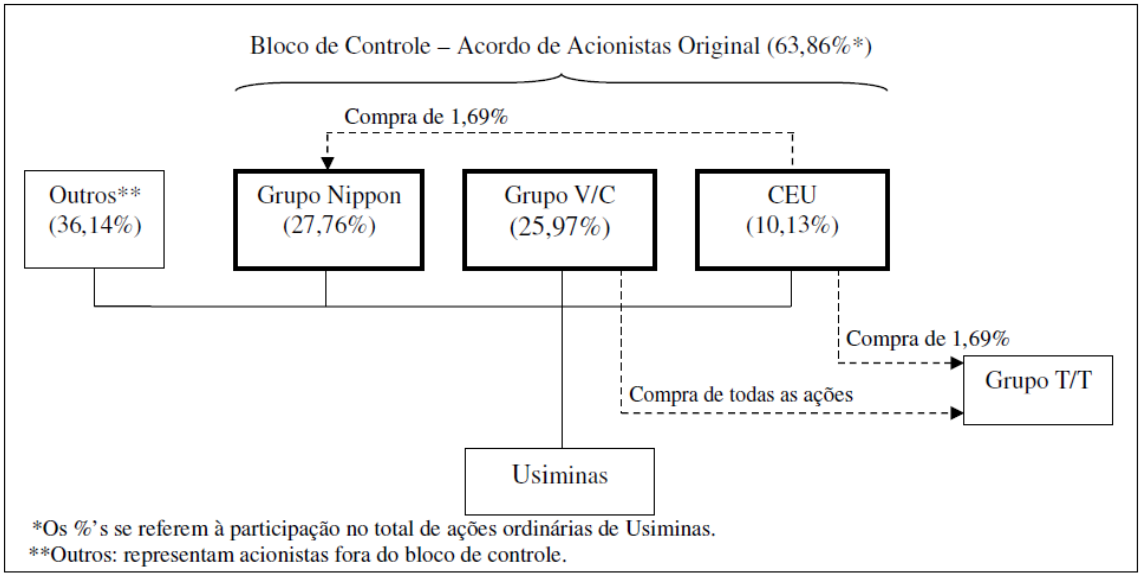
	essência os mesmos mecanismos e princípios de governança do antigo acordo. Como resultado das transações supracitadas, o Grupo Nippon, que antes detinha 27,76% das ações ordinárias de Usiminas e 43,47% das ações vinculadas ao Acordo de Acionistas Original, passou a deter 29,45% das ações ordinárias e 46,12% do total de ações vinculadas ao Novo Acordo de Acionistas. O Grupo T/T passou a fazer parte do bloco de controle de Usiminas com 27,66% das ações ordinárias da empresa e 43,31% do total de ações vinculadas ao Novo Acordo de Acionistas. Por fim, CEU, que vendeu uma parte de suas ações ordinárias de Usiminas ao Grupo Nippon e outra ao Grupo T/T, permaneceu no bloco de controle e signatária do Novo Acordo de Acionistas, no entanto, com participação reduzida de 10,13% para 6,75%[216].
Manifestação Usiminas	Usiminas alega que as Transações não ensejariam a OPA por alienação de seu controle acionário, uma vez que não se caracterizaram na substituição de um antigo controlador por um novo, que tivesse assumido "*posição dominante na companhia, passando a exercer (...) o poder de conduzir as atividades sociais*." (Parecer apresentado por Nelson Eizirik para o caso).
Manifestação SRE	A SER entendeu que o Grupo V/C, que alienou todas as ações ordinárias de sua propriedade ao Grupo T/T (25,97% dessa espécie), não detinha "*uma participação majoritária dentro do bloco de controle*", de acordo com o acordo de acionistas original. O Grupo T/T, por sua vez, mesmo considerando a compra complementar de 1,69% da participação de CEU no bloco de controle, não ultrapassou a participação detida pelo Grupo Nippon, que continuou sendo o maior acionista dentro do bloco de controle. A SER entendeu que o novo acordo de acionistas manteve, na essência, os mesmos mecanismos e princípios de governança do acordo original, e que não daria ao Grupo T/T o direito de eleger a maioria dos membros do conselho de administração e dos administradores da companhia, o que, por si só, afasta a possibilidade de o novo membro do bloco de controle assumir o efetivo controle de Usiminas, nos termos do art. 116 da Lei. A SER entendeu que, embora tenha sido verificado que houve a alienação de ações pertencentes a integrantes do bloco de controle de Usiminas a terceiros, de forma onerosa, tal fato não daria ensejo da OPA por alienação de controle de Usiminas, de que trata o art. 254-A da Lei, decidindo pelo arquivamento do processo.

[216] Ver diagrama no Organograma I.

Observações	Alienação de ações vinculadas por acordo de acionistas e celebração de novo acordo de acionistas.

Organograma I





APÊNDICE IV

- QUADRO RESUMO DAS OPAS POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE REGISTRADAS DESDE 2006 -

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
2006				
1.	ACESITA S.A. ("Acesita")	RJ/2006-00439	23.03.2016	Em duas operações consecutivas, em 10.11.2005 e 5.01.2006, Arcelor Spain Holding S.L. ("Ofertante") adquiriu, respectivamente: (i) ações representativas de 25% do capital votante da Acesita S.A. ("Acesita") de titularidade Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil ("Previ"); e (ii) ações representativas de 12,13% do capital votante da Acesita, em conjunto, **37,13%** das ações com direito a voto. Apesar das ações somadas não representarem mais de 50% das ações com direito a voto, estavam vinculadas a acordo de acionistas[217] e, segundo entendimento da Ofertante, com a aquisição das referidas ações, a Ofertante passou, nos termos do Acordo de Acionistas, *"a poder tomar individualmente todas as decisões relativas à Companhia, tendo assim sido configurada a alienação do controle da Companhia, para fins do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações.*[218]*"*
2.	AÇOS VILARES S.A. ("Aços Vilares")	RJ/2006-00849	14.06.2006	De acordo com Contrato de Compra e Venda de Ações datado de 15.11.2005 ("CCV"), Bogey Holding Company Spain, S.L., ("Bogey"), Carpe Diem Salud, S.L., uma empresa holding espanhola pertencente ao Grupo Santander ("Carpe Diem"), e Gerdau Hungria Holdings Limited Liability Company, ("Gerdau Hungria"),

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				adquiriram de Indústrias Férricas del Norte Inversiones, S.L. ("IFESA"), ações representativas de 100% do capital social de Corporación Sidenor, S.A., na seguinte proporção: (i) 20% por Bogey; (ii) 40% por Carpe Diem; e (iii) 40% por Gerdau Hungria. Corporación Sidenor, S.A., por sua vez, é titular de ações representativas de 100% do capital social da Ofertante, que detém **58,44%** do capital social de Aços Villares. Tratou-se de aquisição indireta de controle[219].
3.	INDUSTRIAS MICHELETTO S/A ("Micheletto")	RJ/2004-06623	14.07.2006	Mediante contrato de compra e venda de ações, Comafal Comércio Empreendimentos e Participações S.A. ("Ofertante") adquiriu 3.158.477.876 ações ordinárias de emissão da Micheletto, representativas de **95,97%** das ações com direito a voto e 78,88% do capital total da Micheletto[220].
4.	COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO ("CBD")	RJ/2006-04035	06.12.2006	Os acionistas controladores da CBD, dentre eles a Casino Guichard Perrachon S.A. ("Ofertante"), celebraram um Acordo de Associação (Joint Venture Agreement), que no entendimento do Colegiado da CVM, acarretou a alienação de controle da CBD e, portanto, sujeita às disposições do Art. 254-A da Lei 6.404/76 e da Instrução CVM 361/02, conforme consubstanciado na decisão do Processo RJ 2005/4069 proferida na reunião do Colegiado realizada em 11 de abril de 2006. Em resumo[221], a CVM entendeu que, em virtude da implementação do Joint Venture Agreement, celebrado entre acionistas controladores da CBD e a Ofertante teria ocorrido alienação de controle, decorrente da realização concatenada de determinados atos, previstos no Acordo de Associação. Segundo o referido acordo, Casino, então minoritária, com participação de 30%,

[219] Edital de Oferta Pública de Aquisição das Ações Ordinárias da Aços Villares S.A., datado de 21.06.2006.
[220] Conforme informações contidas no Edital de Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias Nominativas de Indústrias Micheletto S.A., datado de 20.07.2006, e no Fato Relevante, datado de 29.09.2004.
[221] Conforme informações contidas no Edital de Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias de Companhia Brasileira de Distribuição, datado de 06.12.2006, e no Processo RJ 2005/4069. Para mais detalhes, analisar o *Apêndice III*.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				teria direito de veto em relação a diversas matérias, tanto de natureza patrimonial quanto política[222]. Com a implementação do acordo, duas etapas principais merecem destaque. Em primeiro lugar, Casino iria adquirir **50%** das ações com direito a voto. No segundo, teria a opção de compra de **uma ação ordinária** dos Vendedores, pelo preço de R$1,00, bem como de adquirir as demais ações com direito a voto de titularidade de AD.
5.	CIA MARANHENSE REFRIGERANTES ("Maranhense")	RJ/2006-04799	13.12.2006	Em 19.05.2006, a Renosa Indústria Brasileira de Bebidas S.A. ("Ofertante") celebrou com a Maranhense Contrato de Compra e Venda de Ações, por meio do qual adquiriu **99,94%** do capital votante e 88,08% do capital social total da Maranhense.
6.	FERROBAN FERROVIAS BANDEIRANTES S.A. ("Ferroban")	RJ/2006-05579	16.10.2006	Em 09.05.2006, ALL – Americana Latina e Logística S.A. ("Ofertante") celebrou com Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil ("PREVI"), Fundação dos Economiários Federais ("FUNCEF"), JP Morgan Partners ("BHCA"), LP ("JP Morgan"), BRP Ferronorte LLC ("BRP") e Gaborone Participações Ltda. ("Gaborone"), os Contratos de Investimentos e Outros Pactos, além de outros contratos acessórios e correlatos (em conjunto, "Contratos de Investimento"), que regulam os termos e condições da incorporação, pela ALL, de todas as ações ("Incorporação de Ações") de emissão da Brasil Ferrovias S.A. ("Brasil Ferrovias"), *holding* que detém o controle acionário direto da Ferroban, e da Ferronorte S.A.– Ferrovias Norte Brasil ("Ferronorte"), e da Novoeste Brasil S.A. ("Novoeste"), *holding* que detém o controle acionário direto da Ferrovia Novoeste S.A. ("Ferrovia Novoeste"). Em 10.05.2006, a BNDES Participações S.A. – BNDESPAR ("BNDESPAR"), na qualidade de acionista da Brasil Ferrovias, aderiu ao Contrato de
7.	FERRONORTE S/A FERROVIAS NORTE BRASIL ("Ferronorte")	RJ/2006-06091	13.10.2006	

[222] O acordo de acionistas conferia ao Casino o direito de veto com relação a: (i) certas decisões que poderiam alterar os direitos das ações de titularidade de Casino; (ii) certas decisões relativas a operações entre partes relacionadas; (iii) certas decisões relativas à gestão da CBD, com grande impacto nos seus negócios; e (iv) eleição de membros do Comitê Executivo.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				Investimento relativo à incorporação das ações de emissão da Brasil Ferrovias. Em 16.06.2006, as Assembleias Gerais Extraordinárias da ALL, da Brasil Ferrovias e da Novoeste aprovaram a Incorporação de Ações, por meio da qual a Brasil Ferrovias e a Novoeste tornaram-se subsidiárias integrais da ALL, e o **controle acionário** da Ferroban, bem como da Ferronorte e da Ferrovia Novoeste, passou a ser **detido, indiretamente**, pela ALL[223].
8.	CTEEP-CIA TRANSM ENERGIA ELÉTR. PAULISTA ("CTEEP")	RJ/2006-06445	27.11.2006	No contexto do Programa Estadual de Desestatização, o Estado de São Paulo alienou, em leilão público especial, realizado em 28.06.2006, 31.341.890.064 ações ordinárias de sua propriedade, representativas de **50,1%** do capital social votante da CTEEP. Em 26.07. 2006, o Estado de São Paulo, ISA Capital do Brasil S.A. ("Ofertante") e outros assinaram um Contrato de Compra e Venda de Ações, tendo por objeto a transferência para a Ofertante, naquela mesma data, de 31.341.890.064 ações ordinárias de emissão da CTEEP[224].
2007				
9.	PLASCAR PARTICIPAÇÕES INDUSTRIAIS S.A ("Plascar")	RJ/2006-03881	24.05.2007	Em 12.04 2006, a International Automotive Components Group Brazil, LLC ("IAC") adquiriu, da C&A Europe, a totalidade das quotas emitidas pela Permali, controladora direta da Plascar. Por meio da referida aquisição, a IAC passou a ser detentora indireta de ações ordinárias de emissão da Plascar, representativas de **99,996%** do capital votante e 56,524% do capital total da Plascar[225].
10.	LIGHT S.A. ("Light")	RJ/2006-06802	16.03.2007	Em 28.03.2006, a RME - Rio Minas Energia Participações S.A. ("Ofertante") celebrou com a EDF Internacional S.A. ("EDFI"), contrato de compra e venda de ações ordinárias representativas de

[224] Edital de Oferta Pública de Aquisição das Ações Ordinárias de Emissão da CTEEP-CIA Transmissão Energia Elétrica Paulista, datado de 04.12.2006.
[225] Carta Modelo aos Minoritários, datada de 16.05.2006. O Edital de Oferta Pública não está disponível no site da CVM.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				79,57% do capital votante e total da Light S.A. A conclusão da operação ocorreu por meio da transferência das ações que se efetivou em 10 de agosto de 2006[226].
11.	ARCELOR BRASIL S.A. ("Arcelor Brasil")	RJ/2006-08146 (OPA UNIFICADA)	17.04.2007	Em decorrência de realização de oferta pública com o objetivo de adquirir todas as ações e títulos conversíveis de emissão da Arcelor, controladora da Arcelor Brasil. Ao final da referida oferta, nenhum acionista ficaria com mais de 50% das ações da Arcelor Brasil, mas a Mittal Steel Company N.V. ("Mittal") teria mais de **92%** das ações de emissão da Arcelor, controladora da Arcelor Brasil. O Colegiado considerou a incidência de OPA, mas em decorrência de previsão estatutária da companhia. A alteração do controle indireto da companhia aberta brasileira, como resultado de oferta de aquisição de ações da controladora indireta da companhia, não foi considerada hipótese de alienação de controle para fins do artigo 254-A[227].
12.	DISTRIBUIDORA DE PRODUTOS PETRÓLEO IPIRANGA S.A. ("DDPI")	RJ/2007-04021	14.09.2007	A operação em análise envolveu o contrato de compra e venda de ações, entre Ultrapar Participações S.A. ("Ultrapar") e os acionistas controladores da Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. ("RPI") e da DPPI. O contrato objetivou a aquisição pela Ultrapar da totalidade das ações detidas pelos acionistas controladores na RPI, DPPI e na Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga ("CBPI") e, por conta e ordem da Braskem S.A. ("Braskem") e da Petrobras, para aquisição de ativos petroquímicos e também de ativos de distribuição no caso da Petrobrás. A Braskem e a Petrobrás passariam a deter os ativos petroquímicos na proporção de 60% / 40%, respectivamente, representados pela Ipiranga Química S.A. ("ICQ"), pela sua controlada Ipiranga Petroquímica S.A. ("IPQ") e pela participação de
13.	COMPANHIA BRASILEIRA PETRÓLEO IPIRANGA ("CBPI")	RJ/2007-04022	05.10.2007	
14.	REFINARIA PETRÓLEO IPIRANGA S.A. ("RPI")	RJ/2007-04023	14.09.2007	

[226] Edital de Oferta Pública da Oferta Pública de Compra de Ações Ordinárias por Alienação de Controle da Light, datado de 16.03.2007.

[227] Conforme informações contidas no Edital de Oferta Pública da Oferta Pública de Aquisição de Ações de Emissão da Arcelor, datado de 27.04.2007, combinado com Processo CVM nº RJ 2006-5105, Caso Arcelor Brasil S.A. ("Arcelor Brasil"), j. em 01.08.2006. Para mais detalhes, ver *Apêndice III* ao presente trabalho.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				29,5% desta última na Copesul. Em seguida, a Braskem protocolou pedido de registro de OPA para cancelamento de registro da Copesul. O Colegiado entendeu, por unanimidade, que a alienação de participação entre integrantes do bloco de controle da Copesul não constitui alienação de controle, para os efeitos do art. 254-A da Lei das S.A.[228].
15.	ELEKTRO ELETRICIDADE E SERVIÇOS S.A. ("Elektro")	RJ/2007-04500	29.10.2007	A Oferta é realizada por EPC - Empresa Paranaense Comercializadora Ltda. ("Ofertante"), por conta e ordem de ASHMORE ENERGY INTERNATIONAL LIMITED ("AEI"). Em 09.06.06, por meio do Contrato de Aquisição de Ações Aditado (no original "Amended and Restated Share Purchase Agreement"), a Enron Corp. contratou com a AEI a venda das ações da Prisma Energy International Inc., subsidiária integral da Enron Corp e, à época, detentora, dentre outros investimentos e ativos, do controle indireto da Elektro. À vista da alienação indireta AEI tornou-se, em 07.09.2006, controladora indireta da Elektro, titular de ações representativas de **99,68% do seu capital total**[229].
16.	CALÇADOS AZALÉIA S.A. ("Azaléia")	RJ/2007-09773	17.12.2007	A Vulcabras do Nordeste S.A. ("Ofertante"), na qualidade de nova acionista controladora da Calçados Azaléia adquiriu, por meio de diversos contratos de compra e venda de ações, **99,74% das ações ordinárias** da Azaléia, tornando-se desde então controladora da companhia[230].
17.	MAGNESITA S.A. ("Magnesita")	RJ/2007-12439	28.12.2007	Em 12.08.2007, RPAR Holding S.A. ("Ofertante") e Eduardo Carlos Guimarães, Humberto Paulo Guimarães, Marco Antônio Guimarães, Sandra Maria Guimarães, Rosana Maria Guimarães, Plínio Orsi de

[228] Conforme informações contidas no Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da DPPI, datado de 15.08.2007 e no Processo CVM RJ2007/7230, Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL ("Copesul"), j. em 11.07.2007.
[229] Edital de Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Elektro, datado de18.07.2007.
[230] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias da Azaléia, datado de 17.12.2007.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				Sá, Ana Flávia de Guimarães de Sá Rêgo, Patrícia Guimarães de Sá, Rafael Guimarães de Sá e Anísia Aparecida Cavanelas Guimarães (em conjunto, "Controladores") celebraram instrumento denominado *Share Purchase Agreement*, assim como contrato epistolar denominado *Offer* (em conjunto, "Contratos de Compra e Venda"), tendo por objeto a aquisição do controle da Magnesita, mediante aquisição de participação direta e indireta de **70,7% do capital votante** e 3,1% do capital representado por ações preferenciais, totalizando 38,6% do capital social total da Magnesita[231].
2008				
18.	ELEVA ALIMENTOS S.A. ("Eleva")	RJ/2007-13724	11.01.2008	Em 30.10.2007, foi celebrado Contrato de Compra e Venda de Ações ("CCV"), por meio do qual os acionistas controladores da Eleva obrigaram-se a vender à Perdigão S.A. ("Ofertante") **35,74% do capital votante** da Eleva. Na sequência, mediante incorporação de ações da Eleva pela Ofertante, a Ofertante recebeu o remanescente da participação dos referidos acionistas no capital votante da Eleva, **correspondente a 41,57% do capital votante**. Com a efetivação das transações, a Ofertante passou a ser titular do controle acionário da Eleva[232].
19.	SUZANO PETROQUIMICA S.A. ("Suzano")	RJ/2008-00053	30.04.2008	Em 03.08.2007, a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras adquiriu, sujeita a determinadas condições, através do Contrato de Compra e Venda de Ações ("CCV"), o controle acionário da Suzano. Em cumprimento ao CCV, os antigos controladores da Suzano realizaram uma reestruturação societária na cadeia de controle da Suzano e, posteriormente, foi realizada incorporação de ações, por meio da qual

[231] Edital de Oferta Pública para aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Magnesita, datado de 28.12.2007.
[232] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Eleva, datado de 15.01.2008.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				Dapean Participações S.A. ("Ofertante"), controlada diretamente pela Petrobrás, passou a ser a controladora da Suzano[233].
20.	TELEMIG CELULAR PARTICIPAÇÕES S.A. ("Telemig")	RJ/2008-03414	10.07.2008	Em 02.08.2007, a Vivo Participações S.A. ("Vivo Participações") celebrou um Contrato de Compra e Venda de Ações ("CCV") com a Telpart Participações S.A. ("Antiga Controladora") visando à aquisição do controle direto da Telemig e da Tele Norte Celular Participações S.A. ("Tele Norte"), bem como do controle indireto da Telemig Celular e da Amazônia Celular S.A. Ocorre que, antes mesmo da Data de Fechamento do CCV com a Antiga Controladora, em 20.12.2007, a Vivo Participações havia celebrado um Contrato de Compra de Ações com a Telemar Norte Leste S.A. ("Telemar") para a venda a esta última da totalidade das ações da Tele Norte que a Vivo Participações receberia da Antiga Controladora nos termos do Contrato com a Antiga Controladora, pelo mesmo preço e condições contratados entre a Vivo Participações e a Telpart. Em cumprimento das disposições do Contrato, na Data de Fechamento a Antiga Controladora transferiu à Vivo Participações ações representativas de aproximadamente **53,90% do seu capital votante** da Telemig[234].
21.	TELEMIG CELULAR S.A. ("'Telemig Celular")	RJ/2008-03460	10.07.2008	
22.	CONST ADOLPHO LINDENBERG S.A. ("Lindenberg")	RJ/2008-04042	30.09.2008	Em 01.04.2008, Lindencorp Desenvolvimento Imobiliário S.A. ("Ofertante") celebrou Contrato de Compra e Venda ("CCV") com BCME Participações e Negócios Ltda. ("Antigo Controlador"), tendo por objeto a aquisição do controle da Lindenberg, mediante aquisição de ações ordinárias, representativas de 80,67% do capital votante do capital social total da Lindenberg. Adicionalmente, a Ofertante se comprometeu a adquirir do Antigo Controlador, em contrapartida ao

[233] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias e Preferenciais de Emissão da Suzano, datado de 12.05.2008.
[234] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Telemig, datado de 17.07.2008.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				compromisso de venda, de ações ordinárias representativas de 7,61% do capital ordinário da Lindenberg, atualmente pertencentes ao espólio de Thereza Christina de Oliveira Lindenberg, tão logo ocorra a efetiva transferência de referidas ações para o Antigo Controlador. Com a aquisição das Ações de Controle, a Ofertante passou a deter 80,67% do capital votante da Lindenberg e, com a aquisição das ações atualmente detidas pelo referido espólio, a Ofertante passará a deter **88,28% do capital votante** da Lindenberg[235].
23.	TELE NORTE CELULAR PARTICIPAÇÕES S.A. ("TNCP")	RJ/2008-04090	12.09.2008	A Oferta está sendo realizada em virtude da alienação do controle da TNCP à Telemar Norte Leste S.A. ("Ofertante"). Em 20.12.2007, a Telemar Norte Leste S.A. ("Ofertante") celebrou, com a Vivo Participações, o Contrato de Compra e Venda ("CCV"), tendo por objeto a aquisição de **51,86% das ações ordinárias**, do total das ações de emissão da TNCP que a Telpart Participações S.A. ("Telpart") comprometeu-se a vender e transferir para a Vivo Participações. A TNCP é a acionista controladora da Amazônia Celular S.A. ("Amazônia Celular"). A efetiva transferência das ações para a Ofertante estava sujeita à implementação de determinadas condições. Em razão da implementação de todas as condições prévias à operação, a aquisição das ações da TNCP pela Ofertante foi concluída em 03.04.2008 [236].
24.	AMAZONIA CELULAR S.A. ("Amazônia Celular")	RJ/2008-04100	12.09.2008	
25.	IRONX MINERAÇÃO S.A. ("Ironx")	RJ/2008-07781	24.10.2008	Em 31.03.2008, a Anglo American Participações em Mineração Ltda. ("Ofertante") celebrou um contrato de compra e venda de ações ("CCV"), por meio do qual a Ofertante concordou em adquirir, e o Sr. Eike Batista e certos administradores da MMX Mineração e

[235] Carta-Proposta de Oferta Púnlica para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Lindenberg, datada de 29.08.2008.
[236] Editais de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da TNCP e de Amazônia Celular, datados de 09.01.2009.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				Metálicos S.A. ("MMX") concordaram em vender, **ações ordinárias representativas de aproximadamente 63,3% do capital social** da Ironx[237].
2009				
26.	RECRUSUL S.A. ("Recrusul")	RJ/2008-06891	26.03.2009	No período de 04 a 08.04.2008, Cruzeiro do Sul Administração e Participações Ltda. alienou **77,76% das ações ordinárias** de emissão da Recrusul a um Grupo de Investidores representados pela FinaBank Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("Ofertante") [238].
27.	EXCELSIOR ALIMENTOS S.A. ("Excelsior")	RJ/2008-07040	03.02.2009	Sadia S.A. ("Ofertante") a Ofertante adquiriu o controle acionário de Excelsior mediante a compra de **73,9% do capital da sociedade limitada** Baumhardt Comércio e Participações Ltda. ("Baumhardt"), controladora direta de Excelsior, bem como adquiriu determinadas ações ordinárias de emissão de Excelsior[239].
28.	REFINARIA PET MANGUINHOS S.A. ("Manguinhos")	RJ/2009-00587	14.07.2009	Em 16.12.2008, Grandiflorum Participações S.A. ("'Ofertante") adquiriu a totalidade das participações de Repsol YPF Brasil S.A. e Lorena Participações S.A. na Refinaria Manguinhos, perfazendo, no conjunto, ações ordinárias representativas de **70,76% do capital votante** da Manguinhos[240].
29.	BANCO NOSSA CAIXA	RJ/2009-00610	14.07.2009	Em 19.12.2008, nos termos do contrato de compra e venda de ações, o Governo do Estado de São Paulo alienou, para o Banco do Brasil

[237] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Ironx, datado de 03.11.2008.
[238] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Recrusul, datado de 03.04.2009. Não foi indicado o nome dos Investidores que adquiriram as ações da Recrusul.
[239] Carta Convite aos Acionistas da Excelsior, datada de 12.02.2009.
[240] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Manguinhos, datado de 24.07.2009.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
	S.A. ("Banco Nossa Caixa")			("Ofertante"), ações ordinárias de que era titular, representativas de **71,2499527144% do capital social** total e votante do Banco Nossa Caixa[241].
30.	BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A. ("BrTP")	RJ/2009-01246	19.05.2009	Em 25.04.2008, foi celebrado contrato de compra e venda de ações ("CCV") entre (i) os acionistas detentores da totalidade das ações de emissão da Invitel S.A., ("Invitel") sociedade titular da totalidade das ações de emissão da Solpart S.A. (esta, por sua vez, controladora direta da Brasil Telecom Participações S.A. ("BrTP"), e (ii) Citigroup Venture Capital International Brazil, L.P., Opportunity Fund, International Market Investments, C.V., Opportunity Lógica II Fundo de Investimento em Ações, OPP I Fundo de Investimento em Ações e Luxor Fundo de Investimento Multimercado, detentores de ações de emissão da BrTP (denominados em conjunto com os detentores das ações da Invitel, "Vendedores"). O CCV tinha por objeto a futura transferência, de forma direta ou indireta, para a Telemar Norte Leste S.A. ("Telemar") - cuja controladora indireta, COPART 1 Participações S.A., é a Ofertante da OPA em análise - de ações ordinárias da BrTP, representativas de **60,5% do total de ações ordinárias do capital total da BrTP**. A BrTP, por sua vez, é titular de ações ordinárias de emissão da Brasil Telecom S.A. ("BrTO"), representativas de 99,09% do capital votante da BrTO[242].
31.	BRASIL TELECOM S.A. ("BrTO")	RJ/2009-01249	19.05.2009	
32.	ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S.A.	RJ/2009-02502	03.07.2009	Em 18.02.2009, a IPU Participações S.A. ("Ofertante") celebrou contrato de compra e venda pelo qual adquiriu ações representativas

[241] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias do Banco Nossa Caixa, datado de 21.07.2009.
[242] Editais de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias da BrTP e BrTO, datados de 25.05.2009.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
	(“Abyara”)			de **62,13% do capital social** da Abyara detidas pelos seus acionistas controladores[243].
33.	ARACRUZ CELULOSE S.A. (“Aracruz”)	RJ/2009-02884	29.05.2009	Votorantim Celulose e Papel S.A. (“Ofertante”) contratou contratou com as famílias Lorentzen, Moreira Salles, Almeida Braga e Safra (“Famílias”) a aquisição de ações ordinárias de emissão da Aracruz, representativas de aproximadamente **56,06% do capital social votante**.[244]
34.	HOPI HARI S.A. (“Hopi Hari”)	RJ/2009-06790	17.07.2009	Não foram localizados documentos disponíveis no site da CVM.
35.	GLOBEX UTILIDADES S.A. (“Globex”)	RJ/2009-07502	22.12.2009	Em 08.06.2009, foi celebrado Contrato de Compra de Ações entre a Mandala Empreendimentos e Participações S.A. (“Ofertante”) e Keene Investment Corporation S.A., Parvest – Participação e Administração Ltda., Tamarac Investment, LLC, Blue Springs Holdings, LLC, Linnetsong Investments Ltd., LLC , e Phillimore Holdings LLC (“Controladores”), com a interveniência de Wilkes Participações S.A. e da Companhia Brasileira de Distribuição (“Controladora da Ofertante”), por meio da qual a Ofertante adquiriu ações ordinárias de emissão da Globex representativas de **70,2421% do capital social total e votante**[245].
36.	MEDIAL SAUDE S.A. (“Medial”)	RJ/2009-12824	24.12.2009	Em 19.11.2009, Samir José Kalil (“SJK”), Geraldo Rocha Mello (“GRM”), Luiza Maria Rocha Mello (“LMRM”), Clisse Schapira (“CS”), Simone Schapira Wajman (“SSW”), Evandro Schapira (“ES”), Maria Helena Carvalho Rocha Yamin (“MHCRY”), Fernando Mauro Pires Rocha Filho (“FMPRF”), Germano de Carvalho Rocha (“GCR”), Nicholas Roy Alexander Schawrtz (“NRAS”), Paulo César de Carvalho Rocha (“PCCR”), Antonio Carlos de Carvalho Rocha (“ACCR”), Carla Damião Carduz (“CDC”), (SJK, GRM, LMRM, CS, SSW, ES, MHCRY, FMPRF,

[243] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Abyara, datado de 10.07.2009.
[244] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Aracruz, datado de 02.06.2009.
[245] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Globex, datado de 04.01.2010.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				GCR, NRAS, PCCR, ACCR e CDC, "Acionistas Vendedores") e a Amil Assistência Médica Internacional Ltda. ("Ofertante") celebraram, com interveniência da Medial Participações S.A. ("Medial Participações"), um contrato de compra e venda para a compra pela Ofertante, de: (i) 100% das ações de emissão da Medial Participações, representativas de 49,5049% de participação indireta na Medial; e (ii) ações ordinárias de emissão da Medial, representativas de 2,4296% de participação direta na Medial, que representam, em conjunto, uma participação direta e indireta de **51,9345% do capital social da Medial** para a Ofertante[246].
2010				
37.	GVT HOLDING S.A. ("GVT")	RJ/2009-11570	13.11.2009	Em 8.09.2009, Vivendi e Global Village Telecom (Holland) BV ("GVT Holland"), Swarth Investments LLC ("Swarth") e Swarth Investments Holding LLC ("Swarth Holding" e, em conjunto com Swarth e GVT Holland, os "Antigos Acionistas Controladores") celebraram um contrato (o "Contrato") possibilitando à Vivendi S.A. ("Vivendi", em conjunto com sua subsidiária, TB Participações S.A. ("TB"), "Ofertantes") lançar uma oferta pública amigável para aquisição de até 100% do capital social da GVT ao preço de R$ 42,00 por ação, sujeita a determinadas condições. Nos termos do Contrato, os Antigos Acionistas Controladores concordaram em vender ou alienar, no contexto de uma oferta pública de aquisição de ações, à Vivendi um mínimo de 20% de participação na GVT, de um total de aproximadamente 30% que possuíam à época. Na sequência, a Vivendi celebrou contratos de opção de compra de ações com Tyrus Capital LLP (os "Contratos de Opção de Compra"), por meio dos quais a Vivendi obteve o direito de adquirir ações. As opções se tornaram incondicionais em 13 de novembro de 2009

[246] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Medial, datado de 18.12.2009. Não está expresso no Edital, se a participação transferida compreende apenas ações com direito a voto.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				quando Vivendi, GVT Holland, Swarth e Swarth Holding celebraram um novo contrato (que substituiu o Contrato até então existente), e a Vivendi adquiriu, por meio de uma operação privada com os Antigos Acionistas Controladores, 38.422.666 Ações pelo preço de aquisição de R$ 56,00 por Ação (a "Aquisição"). Em 13.11. 2009, a Vivendi também celebrou contratos de compra de ações com afiliadas da Ashmore Investment Management Limited ("Ashmore"), por meio dos quais a Vivendi adquiriu, indiretamente, ações. Antes de 13.11. 2009, a Vivendi já havia adquirido 6.365.800 Ações na BM&FBOVESP A. Adicionalmente à Aquisição e à Aquisição Adicional, após 13.11.2009, a Vivendi adquiriu no mercado, o que equivalente a uma participação no capital social da Companhia de **33%**. Em 23.12.2009, a Vivendi anunciou que concluiu o exercício de todas as opções de compra de Ações, resultando em uma participação de 87% da totalidade de Ações emitidas pela GVT[247].
38.	TERNA PARTICIPAÇOES S.A. ("Terna")	RJ/2009-12550	12.03.2010	Em 23.04.2009, foi celebrado pela Terna – Rete Elettrica Nazionale S.p.a. ("Terna Spa"), na condição de vendedora, e pela Cemig Geração e Transmissão S.A. ("CEMIG GT") (subsidiária integral da Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG ("CEMIG")), na condição de compradora, Contrato de Compra e Venda de Ações ("Contrato") referente à aquisição, pela CEMIG GT, de ações ordinárias representando, naquela data, aproximadamente, **85,28% do capital votante** da Terna ("Aquisição"). Conforme previsto no Contrato, a CEMIG GT **cedeu seus direitos e obrigações decorrentes da Aquisição para a Transmissora do Atlântico de Energia Elétrica S.A. – TAESA** ("TAESA" e "Ofertante"), sociedade holding cujos então acionistas eram a CEMIG GT (49%) e

[247] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da GVT, datado de 29.03.2010.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				o Fundo de Investimento em Participações Coliseu ("FIP Coliseu") (51%), ficando a CEMIG como garantidora e principal devedora das obrigações da TAESA no âmbito do Contrato[248].
39.	MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS DO BRASIL S.A. ("Millennium")	RJ/2009-13094	15.04.2010	Em 16.05 2007, foi concluída a operação de aquisição pela National Titanium Dioxide Company Ltd. ("Cristal") dos negócios de dióxido de titânio da Lyondell Chemical Company Lyondell, sociedade controladora indireta da Millennium entre os quais se incluía aqueles conduzidos no Brasil pela Millennium. Como consequência, a Cristal tornou-se acionista controladora indireta da Millenium, por meio da aquisição do controle direto da Millennium Inorganic Chemicals ("MIC", "Ofertante"). Por meio da referida aquisição, a Cristal passou a ser titular indireta de ações preferenciais representativas de 99,02% do capital votante. A Ofertante, por sua vez, é titular direta de ações ordinárias de emissão da Millennium, representativas de **99,02% do capital votante**[249].
40.	QUATTOR PETROQUÍMICA S.A. ("Quattor Petroquímica")	RJ/2010-08957	28.10.2010	A Braskem S.A. ("Braskem" e "Ofertante"), juntamente com a Odebrecht S.A. ("ODB"), Odebrecht Serviços e Participações S.A. ("OSP" e, em conjunto com ODB, "Odebrecht"), Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras ("PTB"), Petrobras Química S.A. – Petroquisa ("Petroquisa" e, em conjunto com PTB, "Sistema Petrobras") e Unipar, celebraram, naquela data, Acordo de Investimento ("Acordo de Investimento"), por meio do qual foram regulados os termos e condições através dos quais Odebrecht e Sistema Petrobras consolidariam na Braskem suas participações societárias no setor petroquímico ("Operação"). O Acordo de Investimento estabelecia

[248] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da GVT, datado de 11.03.2010.
[249] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Millennium, datado de 08.03.2010.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				que a Operação compreenderia uma série de etapas, dentre as quais (i) a aquisição pela Braskem das ações de emissão da Quattor Participações S.A. ("Quattor"), controladora direta da Quattor Petroquímica, detidas pela Unipar, representativas de **60% do capital votante e total da Quattor**, e a consequente realização de oferta pública por alienação indireta do controle da Quattor Petroquímica; e (ii) a incorporação das ações da Quattor pela Braskem[250]. A referida aquisição ocorreu em 27.04.2010.
41.	FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A. FOSFERTIL ("Fosfertil")	RJ/2010-09804	10.11.2010	Em 26.01.2010, Mineração Naque S.A. ("Ofertante"), sociedade controlada pela Vale S.A., celebrou contrato de compra e venda de ações com Bunge Fertilizantes S.A. ("BFE") e Bunge Brasil Holdings B.V. ("BBH"), sujeito a condições suspensivas, tendo por objeto a aquisição de ações representativas de 100% do capital social total da BPI, empresa titular de portfólio de ativos de fertilizantes no Brasil composto, dentre outros, pela participação direta e indireta de 42,34% no capital total da Fosfertil (denominada posteriormente Vale Fertilizantes), **correspondendo a 53,79% das ações ordinárias**[251].
42.	TIVIT TERCEIRIZAÇÃO DE PROCESSOS, SERVIÇOS E TECNOLOGIA S.A. ("Tivit")	RJ/2010-11232	16.11.2010	Em 07.05.2010, Dethalas Empreendimentos e Participações S.A. ("Ofertante") celebrou contrato de venda de ações ("Contrato de Compra e Venda") com Tivit Tecnologia da Informação S.A.; LIT Tele LLC; Fundo de Terceirização de Serviços para o Brasil - Fundo de Investimento em Participações; Luiz Roberto Novaes Mattar; Eraldo Dante de Paola; e Dethalas Empreendimentos e Participações S.A., que teve por objeto a transferência para a Ofertante de ações ordinárias representativas de **54,25% do total de ações ordinárias da Tivit**[252].

[250] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Quattor Petroquímica, datado de 07.10.2010.
[251] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Fosfertil, datado de 28.10.2010.
[252] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Tivit, datado de 01.102.2010.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
2011				
43.	SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A. ("SEB")	RJ/2010-14993	01.02.2011	Em 22.07.2010, a Pearson Education do Brasil Ltda. ("Ofertante") e os acionistas controladores indiretos da Companhia, Srs. Chaim Zaher e Adriana Baptiston Cefali Zaher ("Vendedores"), celebraram um Contrato de Aquisição e Outras Avenças ("Contrato"), por meio do qual foi estipulada a alienação do controle acionário da SEB, precedida de uma reorganização societária para transferir da SEB para a SEB Participações S.A. ("SEB Par"), as participações societárias nas sociedades que desenvolvem as atividades relacionadas aos segmentos de educação básica, educação superior e ensino a distância, bem como da assinatura de contratos operacionais visando uma parceria de longo prazo entre a SEB e a SEB Par, sendo que a SEB permaneceu com as participações societárias nas sociedades que desenvolvem atividades relacionadas ao segmento de sistemas de ensino ("Operação"). Em 20.08.2010, foi concluída a reorganização societária, por meio da qual a SEB foi cindida parcialmente e posteriormente teve seu controle indireto alienado à Ofertante, de modo que: (i) a SEB Par permaneceu sob controle dos Vendedores e passou a deter as participações societárias nas sociedades que desenvolvem atividades relacionadas aos segmentos de educação básica, educação superior e ensino a distância, e (ii) a SEB, cujo **controle indireto foi posteriormente alienado à Ofertante**, manteve as participações societárias nas sociedades que desenvolvem atividades relacionadas ao segmento de sistemas de ensino[253].
44.	VIVO PARTICIPAÇÕES S.A. ("Vivo")	RJ/2010-15980	11.02.2011	Em 28.07.2010, a Telefónica S.A., sociedade com sede em Madri, Espanha ("Telefónica"), controladora da Telecomunicações Participações Ltda. ("Ofertante"), e a Portugal Telecom SG SGPS, S.A., sociedade com sede em Lisboa, Portugal ("Portugal Telecom")

[253] Edital de Oferta Pública Unificada de Aquisição de Ações Ordinárias, Ações Preferenciais e Units da SEB, datado de 06.01.2011. Não há informações específicas relacionadas ao número de ações que teria sido alienado, mas apenas referência à alienação de controle da SEB.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				assinaram um acordo para a aquisição, pela Telefónica, de 50% das ações emitidas pela Brasilcel, N.V. ("Brasilcel") de propriedade da Portugal Telecom, que resultou na **aquisição indireta das ações da Vivo** ("Contrato"). A Brasilcel, sociedade com sede na Holanda, era detida, previamente à aquisição, na proporção de 50% pela Telefónica e 50% pela Portugal Telecom e, em 2002, foi utilizada como veículo para a formação da joint venture entre as suas acionistas com a finalidade de deter as ações e exercer conjuntamente o controle das holdings e companhias operadoras de telefonia celular que foram posteriormente incorporadas, respectivamente, na Telesp Celular Participações S.A (antiga denominação da Vivo) e na Vivo S.A., subsidiária integral da Vivo. Atualmente, a **titular, direta e indiretamente, de 88,91% das ações ordinárias** da Vivo é a Telefónica, uma vez que foi concluído no exterior o processo de incorporação da Brasilcel pela Telefónica[254].
45.	ELEKTRO ELETRICIDADE E SERVIÇOS S.A. ("Elektro")	RJ/2011-06040	24.05.2011	Em 19.11.2011, a Iberdrola Energia do Brasil Ltda. ("Ofertante") celebrou contrato de compra e venda de ações com AEI, sociedade com sede nas Ilhas Cayman, por meio do qual a Ofertante **adquiriu 99,97% das ações votantes** da Elektro[255].
46.	REDENTOR ENERGIA S.A. ("Redentor")	RJ/2011-06781	19.08.2011	Em 11.04.2011, Parati S.A. – Participações em Ativos de Energia Elétrica ("Ofertante") aderiu a contrato de compra e venda de ações celebrado entre a Companhia Enérgetica de Minas Gerais - CEMIG e o Fundo de Investimento em Participações PCP ("FIP PCP" e "Contrato"), por meio do qual o FIP PCP obrigou-se a alienar e transferir para a Ofertante e a Ofertante obrigou-se a adquirir e receber do FIP PCP a totalidade das ações ordinárias de emissão da Companhia detidas pelo FIP PCP, correspondentes a **54,08% do seu**

[254] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Vivo, datado de 17.02.2011.
[255] Carta Convite aos Acionistas da Elektro para venderem suas ações ordinárias, datada de 24.05.2011.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				capital social. Em 12.05.2011, a Ofertante adquiriu as referidas ações ordinárias[256].
47.	BANCO PANAMERICANO S.A. ("Banco Panamericano")	RJ/2011-07328	15.08.2011	Em 31.01.2011, o Banco BTG Pactual ("Ofertante") celebrou contrato de compra de venda de ações ("CCV") com Silvio Santos Participações S.A., BF Utilidades Domésticas Ltda., Fundo Garantidor de Crédito – FGC, Senor Abravanel e Henrique Abravanel, por meio do qual a Ofertante comprometeu-se a adquirir **ações preferenciais, representativas de 51% do capital votante** do Banco Panamericano. A alienação foi efetiva em 31.01.2011 e aprovada pelo BACEN em 31.03.2011[257].
2012				
48.	BANCO BERJ S.A. ("Banco Berj")	RJ/2011-13790	05.04.2012	Em 23.05.2011, o Banco Bradesco S.A. ("Ofertante") foi declarado vencedor do leilão conduzido pela BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, em 20.05.2011, tendo por objeto a venda da totalidade das ações ordinárias e preferenciais de emissão do Banco Berj detidas pelo Estado do Rio de Janeiro, mediante a venda, respectivamente, ações preferenciais, representativas, em conjunto, de **96,23% do capital social do Banco Berj**. Em 03.11. 2011, após cumpridas as obrigações para transferência do controle do Banco Berj para o Ofertante, o Ofertante adquiriu definitivamente as ações resultando, portanto, na obrigação do Ofertante de lançar oferta pública[258].
2013				
49.	NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A. ("Net")	RJ/2012-06422	07.10.2013	O controle acionário direto da NET era exercido pela GB Empreendimentos e Participações S.A. ("GB"), sociedade de propósito específico que detinha, exclusivamente, **ações ordinárias de emissão da Net, em quantidade igual ao total das ações representativas de seu capital social**. Em 05.03.2012, o controle

[256] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Redentor, datado de 05.09.2011.
[257] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Preferenciais de Emissão da Redentor, datado de 19.08.2011.
[258] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias e Preferenciais de Emissão do Banco Berj, datado de 17.04.2012.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				acionário direto da GB, e, consequentemente, o controle indireto da Net, então exercido pela Globo Comunicação e Participações S.A. ("Globo") foi transferido para a Embratel Participações S.A. ("Embrapar") que, em conjunto com a Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – Embratel, é considerada Ofertante. A aquisição do controle indireto da NET pela Embrapar ocorreu por meio do exercício de opção de compra conferida a esta última no âmbito do Acordo de Acionistas da GB[259].
50.	EXCELSIOR ALIMENTOS S.A. ("Excelsior")	RJ/2012-08019	25.06.2013	Em 13.06.2012, a Marfrig Alimentos S.A. ("Ofertante") adquiriu, entre outros ativos, a participação acionária detida, direta e indiretamente, pela Sadia S.A. ("Sadia"), representativa do controle da Exclesior, correspondente a **64,57% do capital social da Excelsior**[260].
51.	COMPANHIA DE GÁS DE SÃO PAULO – COMGÁS ("Comgás")	RJ/2012-14625	13.03.2013	Em 28.05.2012, a Cosan S.A. Indústria e Comércio ("Ofertante") e a BG Gas São Paulo Investements BV ("BG") celebraram Contrato de Compra e Venda de Ações ("Contrato de Compra e Venda"), por meio do qual Integral Investments BV ("Integral"), sociedade controlada pela BG, se comprometeu a alienar para a Provence Participações S.A., sociedade controlada pela Cosan ("Provence"), **ações ordinárias equivalentes a 72,74% das ações ordinárias da Comgás**[261].
52.	ARTERIS S.A. ("Arteris")	RJ/2012-15551	02.08.2013	Em 3.08.2012 (a "Data de Celebração do Acordo de Permuta"), Abertis e OHL Concesiones S.A. Sociedad Unipersonal ("OHL Concesiones") celebraram acordo (o "Acordo de Permuta de Ações") prevendo a permuta de todas as ações da Partícipes en Brasil S.L. ("Partícipes") que, em conjunto com Brookfield Aylesbury S.A.R.L. ("Brookfield") são consideradas "Ofertantes", detidas pela OHL Concesiones, bem como os direitos por ela detidos com relação às ações da SPI Sociedades para

[259] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias e Preferenciais da Net, datado de 16.10.2013.
[260] Conforme Carta Convite aos Acionistas da Excelsior, datada de 04.07.2013.
[261] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias da Comgás, datado de 22.03.2013.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				Participações em Infraestrutura S.A. ("SPI"). Uma vez implementadas as condições precedentes, o Acordo de Permuta de Ações foi considerado concluído em 3.12. 2012 (tal data de conclusão será doravante referida como a "Data de Conclusão do Acordo de Permuta"), e Abertis e Brookfield adquiriram 51% e 49% de participação no capital social da Partícipes, **titular de 60% do capital social da Arteris**, e da SPI, respectivamente. Após sua conclusão, a operação de Aquisição resultou na **transferência indireta do controle da Arteris**[262].
2014				
53.	EXCELSIOR ALIMENTOS S.A. ("Excelsior")	RJ/2013-11623	12.06.2014	Em, 01.10.2013, a JBS S.A. adquiriu, entre outros ativos, a participação acionária detida, direta e indiretamente, pela Marfrig, representativa do controle da Excelsior, correspondente a **64,57% do capital social da Excelsior**. Restou então em circulação no mercado um total de 2.223 ações ordinárias de emissão da Excelsior, atualmente representativas de **0,08% do capital votante da Excelsior**, detidas pelos 7 Acionistas Remanescentes ("**Ações** Objeto da OPA")[263].
54.	BUETTNER SA IND E COMERCIO - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL ("Buettner")	RJ/2014-06560	07.10.2014	Em 16.05.2014, a alienação do controle acionário da Buettner efetivou-se de forma indireta, mediante a aquisição pelo Sr. João Henrique Marchewsky ("Ofertante") da ERPA Administração de Bens e Participações Ltda. ("Erpa"), detentora de **ações ordinárias representativas de a 64,799% de ações ordinárias** da Buettner[264].
2015				
55.	COMPANHIA PROVIDENCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO	RJ/2014-07376	03.09.2015	Em 27.01.2014, os antigos acionistas controladores da Companhia (i) Fundo de Investimento em Participações Latin America, (ii) Fundo de Investimento em Participações Brasil Equity II, (iii) Investidores Institucionais II – Fundo de Investimento em Participações, (iv)

[262] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias da Arteris, datado de 02.08.2013.
[263] Aviso aos Acionistas da Exclesior, datado de 05.02.2014.
[264] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias da Buettner, datado de 17.10.2014.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
	(“Providencia”)			Boreal Fundo de Investimento em Participações, (v) Fundo de Investimento em Participações GGPAR, (vi) Fundo de Investimento em Participações Volluto, (vii) Fundo de Investimento em Participações C.A., (viii) Libra Holding S.A., (ix) Banco Espírito Santo S.A. e (x) Espírito Santo Capital – Sociedade de Capital de Risco, S.A. (conjuntamente referidos como “Acionistas Vendedores”), a PGI Polímeros do Brasil S.A.(“Ofertante”) e Polymer Group, Inc. (“PGI”) celebraram, um Contrato de Compra e Venda de Ações (“SPA”), pelo qual os Acionistas Vendedores concordaram em vender à Ofertante e a Ofertante concordou em adquirir dos Acionistas Vendedores todas as ações ordinárias emitidas pela Providencia detidas pelos Acionistas Vendedores (“Ações Transferidas”), representativas de, aproximadamente, **71,25% do capital social total da Providencia** à época e, portanto, do controle da Providencia[265].
56.	SOMOS EDUCAÇÃO S.A. (“Somos”)	RJ/2015-03002	19.11.2015	Em 04.06.2014, a Thunnus Participações S.A. (“Ofertante”) celebrou, na qualidade de compradora, com a Abrilpar Participações Ltda., Giancarlo Francesco Civita, Victor Civita e Roberta Anamaria Civita (“Bloco Abrilpar”), na qualidade de vendedores, um Contrato de Compra e Venda de Ações (“Contrato”), para aquisição de participação minoritária, mediante o qual a Ofertante passou a ser titular de participação representativa de **24,21% do capital votante da Somos** e o Bloco Abrilpar passou a deter 37,72% do capital votante. Naquela mesma data, foi celebrado acordo de acionistas entre o Bloco Abrilpar e a Ofertante (“Acordo de Acionistas”), no qual foram vinculadas ações representativas de 45% do capital votante da Somos (e, após a migração para o Novo Mercado conforme descrito abaixo, 30% do capital total e votante da Companhia), das quais 60% detidas pelo Bloco Abrilpar e 40%

[265] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias da Providencia, datado de 03.09.2015.

COMPANHIA		PROCESSO N.	DATA REGISTRO	OPERAÇÃO SOCIETÁRIA QUE DESENCADEOU A OFERTA
				detidas pela Ofertante. Em 08.02.2015, a Ofertante celebrou com o Bloco Abrilpar aditivo ao Contrato ("Aditivo"), por meio do qual se ajustou (i) a aquisição, pela Ofertante, da totalidade das ações de emissão da Companhia remanescentes de titularidade do Bloco Abrilpar, representativas de **20,73% do seu capital social votante e total**. Em 02.04.2015, a Ofertante adquiriu 34.932.023 ações ordinárias de emissão da Companhia junto ao Bloco Abrilpar. Mediante tal aquisição, foi concluída a aquisição do controle acionário da Somos pela Ofertante, que passou a deter **84,7% das ações ordinárias de emissão da Companhia vinculadas ao Acordo de Acionistas**[266].
57.	ATOM PARTICIPAÇÕES S.A. ("Atom")	RJ/2015-06626	27.11.2015	Em 26.12.2014, a WHPH Particpações e Empreendimentos S.A. ("Ofertante") celebrou Instrumento de Compromisso de Compra e Venda de Ações com a Inepsar S.A., mediante o qual a Ofertante obrigou-se, mediante determinada condições, a adquirir de forma direta e indireta, ações ordinárias correspondendo a **69,24% do capital social total da Atom**.[267]
2016				
58.	ALPARGATAS S.A. ("Alpargatas")	RJ/2016-01105	08.08.2016	Em 23.11.2015, a Camargo Corrêa S.A. ("Camargo Côrrea") e a J&F Investimentos S.A. ("Ofertante") celebraram um Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças, por meio do qual a Camargo Côrrea comprometeu-se a alienar para a Ofertante, na qualidade de acionista controladora da Ofertante, o controle acionário da Alpalgatas, mediante a alienação de **66,99% do total das ações ordinárias**[268].

[266] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias da Somos, datado de 08.04.2015.
[267] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias da Atom, datado de 18.11.2015.
[268] Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias da Alpagartas, datado de 26.07.2016.