

**TIAGO ANGELO DE LIMA**

**A transferência de controle nas companhias de capital aberto  
com controlador minoritário e a oferta pública de aquisição de ações  
prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76: O caso TIM**

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Dra. Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo – SP**

**2019**

**TIAGO ANGELO DE LIMA**

**A transferência de controle nas companhias de capital aberto  
com controlador minoritário e a oferta pública de aquisição de ações  
prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76: O caso TIM**

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 de título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação da Professora Dra. Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo – SP**

**2019**

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

### **Catálogo da Publicação**

**Serviço da Biblioteca e Documentação  
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**

Lima, Tiago Angelo

A transferência de controle nas companhias de capital aberto com controlador minoritário e a oferta pública de aquisição de ações prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76: O caso TIM. / Tiago Angelo de Lima; orientadora Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca – São Paulo, 2019.

162 laudas

Dissertação (Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial)  
– Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2019

Nome: LIMA, Tiago Angelo

**Título:** A transferência de controle nas companhias de capital aberto com controlador minoritário e a oferta pública de aquisição de ações prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76: O caso TIM.

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: \_\_\_\_\_

## RESUMO

LIMA, Tiago Angelo. *A transferência de controle nas companhias de capital aberto com controlador minoritário e a oferta pública de aquisição de ações prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76: O caso TIM*. Dissertação (Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2019.

A mandatória oferta pública de aquisição de ações, inicialmente contida no art. 254 até o ano de 1997 – e posteriormente reintroduzida pelo art. 254-A no ano de 2001 –, representa a positivação do tratamento igualitário, no direito brasileiro, a ser conferido aos acionistas minoritários nas operações de alteração de controle acionário nas companhias abertas. Até os idos dos anos 2000, as companhias nacionais foram caracterizadas pela concentração acionária, com a clássica figura do acionista controlador majoritário, que detém mais de 50% do capital votante da companhia. Não havia, desta maneira, maiores discussões acerca do controlador alienante, já que era usualmente majoritário, portanto facilmente verificável. Todavia, o mercado de capitais brasileiro sofreu, essencialmente a partir desse período, mudanças significativas na estrutura acionária das companhias abertas. Notadamente, no âmbito do Novo Mercado, observa-se a relevante dispersão do capital social das companhias nele listadas, inédito no país até então. Normas que, por tradição, haviam sido utilizadas em ambiente de forte concentração acionária passaram a ser desafiadas em cenário de maior dispersão, o que vem gerando uma série de enfrentamentos, tanto pela doutrina quanto pelos próprios órgãos de regulação do mercado de capitais, em especial a CVM. A oferta pública decorrente de alienação do poder de controle tem sido objeto de questionamentos, de modo que o mercado tem tido severas dificuldades em aplicá-lo em operações que envolvam a transferência de controle minoritário ou diluído. O Caso TIM, objeto central do presente estudo, demonstra que não há consenso no país quanto à aplicação da regra que regula as operações de alienação de controle minoritário ou diluído, o que gera relevante insegurança jurídica no mercado brasileiro de controle acionário. Os Diretores da CVM, ao apreciarem o icônico caso, não puderam alcançar consenso quanto aos limites da regra e firmar entendimento sobre sua aplicação aos casos semelhantes ao analisado naquela oportunidade. O trabalho procurou demonstrar a preferência ao regramento proposto pelo estabelecimento de um percentual mínimo presuntivo de controle, tal como ocorre nas regras atinentes da

Diretiva Europeia 2004/25/EC, especialmente no que concerne à previsibilidade e à segurança jurídica dela possivelmente resultantes. Ainda, também se concluiu ser apropriada a possibilidade de, mediante autorregulação, realizar consulta prévia ao CAF acerca da necessidade de realizar OPA em determinada aquisição de participação acionária.

**Palavras-chave:** Alienação de controle. *Tag Along*. Poder de Controle. Controle Minoritário. Poder Diluído. Oferta Pública. Companhias Abertas. Sociedades Anônimas.

## ABSTRACT

LIMA, Tiago Angelo. The transfer of control in publicly-held companies with a minority controlling shareholder and the public offer for the acquisition of shares provided for Article 254-A of Law 6404/76: The Tim case. Dissertation (Master's Degree - Post-Graduate Program in Commercial Law) – Law School, University of São Paulo, 2019.

The mandatory public offer for acquisition of shares, initially contained in Article 254 until 1997 and subsequently reintroduced by Article 254-A in 2001, represents the affirmation of equal treatment in Brazilian Law to be conferred to minority shareholders in the control acquisition operations of publicly-held companies. Before such rule, the Brazilian corporate control market worked, with no substantial difficulties, until the end of the 2000s. This fact happens due to national companies historically have been characterized by stockholding concentration, with the classic figure of majority controlling shareholder holding over 50% of the voting capital of the company. There was no further discussion about the alienating controller, since it was usually majoritarian, therefore easily verifiable. However, in the last fifteen years, the Brazilian capital market has undergone significant changes in the shareholding structure of publicly traded companies. Notably, the ‘Novo Mercado’ in Brazilian Stock and Exchange Commission demonstrates in its listed companies a significant dispersion of the social capital, which until then was unprecedented in the country. On the face of it, in an environment of strong stock concentration, the standards began to be challenged in a scenario of greater dispersion, which has generated a series of clashes, both by the literature and the regulatory bodies of the capital market, specially CVM, the Brazilian Securities and Exchange Commission. More precisely, the public offer resulting from the alienation of the power of control, outlined in Article 254-A of the Brazilian Corporate Law has been the subject of discussions, so that the market has had severe difficulties in applying it in transactions involving the transfer of minority or diluted control. The ‘TIM Case’, the central scope of the present study, shows that there is no consensus in the country regarding the application of the rule contained in Article 254-A of the Brazilian Corporate Law to the operations of alienation of minority or diluted control, which generates legal uncertainty in the Brazilian stock control market. The Directors of the CVM could not reach consensus on the limits of the rule and, therefore, this precedent could not establish an understanding of

its application to similar cases. We are in line, here, with the rule proposed by the establishment of a minimal percentage that could presume control of the company, especially considering qualities such as predictability and legal certainty, which are highly desirable in a context of change of control. Still, it seems correct that, through self-regulation, the possibility of prior consultation to CAF on the need to conduct a takeover bid for a specific acquisition of shareholding.

**Keywords:** Sale of control. Tag Along. Power of Control. Minority Control. Diluted Power. Public Offer. Publicly-held Companies. Corporate Law.



## **AGRADECIMENTOS**

Inicialmente, gostaria de agradecer imensamente à Profa. Priscila M. P. Corrêa da Fonseca que, sob sua orientação, deu-me a valiosa oportunidade de participar do Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito do Largo de São Francisco. Sem dúvida, foi um grande prazer e uma responsabilidade enorme conduzir o presente trabalho sob seus ensinamentos, os quais foram essenciais para o desenvolvimento da dissertação aqui apresentada. Apenas gratidão resume o sentimento tido nesta jornada acadêmica. Agradeço igualmente aos Professores com quem tive o prazer de cursar as disciplinas oferecidas pelo Departamento de Direito Comercial no deslinde do curso, especialmente aos Profs. Eduardo Secchi Munhoz, Francisco Satiro de Souza Junior, José Alexandre Tavares Guerreiro, Mauro Rodrigues Penteadó e Paulo Fernando Campos Salles de Toledo.

Também gostaria de agradecer ao Lobo de Rizzo Advogados, na pessoa dos meus amigos, companheiros de equipe e mentores Luis Fernando Guerrero e Hugo Tubone Yamashita, por todo o apoio – pessoal e institucional –, conferido a mim neste último e decisivo ano de Pós-Graduação. Deixo aqui, finalmente, meus agradecimentos aos colegas de arcadas da eterna Turma 180 que, mesmo após anos da nossa Graduação em Direito, continuam presentes nos momentos mais importantes de minha vida.

*Aos meus pais, Cirilo e Vera,  
por todas as renúncias e pelo amor incondicional.*

*Às minhas irmãs, Daniela e Luciana,  
pelos exemplos de resiliência.*

*À minha esposa Camila,  
pelo brilho nos olhos que me move.*

*O conceito de controle de fato, sujeito em cada caso ao grau de dispersão do capital da sociedade e ao absenteísmo dos demais acionistas, é bastante útil para a apuração de responsabilidades em episódios específicos, mas pode trazer insegurança se for utilizado para avaliar a incidência ou não da obrigação de realização de OPA por alienação de controle.*

*Em suma, entendo que se hoje existem companhias no Brasil em que não há dúvida de que o controle é exercido por determinados acionistas minoritários - seja por que detêm participações extremamente relevantes e têm prevalecido em assembleias ao longo do tempo, por estarem vinculados por acordos de voto ou pela participação mais evidente na própria gestão da companhia -, há outras situações em que essa caracterização seria muito difícil de obter tão claramente, e em que seria de extrema valia a existência de critérios conhecidos e públicos para essa análise.*

*Entendo, por isso, que é fundamental o esforço de construção de critérios que permitam tornar mais previsível e segura a avaliação a ser feita nos casos concretos.*

(CVM - Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, em voto proferido no Processo CVM RJ nº 2009/1956)

## SUMÁRIO

<b>SUMÁRIO</b> .....	<b>11</b>
<b>ABREVIATURAS E SIGLAS</b> .....	<b>14</b>
<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	<b>16</b>
<b>LISTA DE FIGURAS</b> .....	<b>17</b>
<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>18</b>
<b>CAPÍTULO I - EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CONTROLE ACIONÁRIO E A INTRODUÇÃO DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NO ORDENAMENTO BRASILEIRO</b> .....	<b>24</b>
1.1 Mercado de controle acionário e o surgimento da proposta de regulação .....	24
1.2 Histórico da introdução da Oferta Pública de Aquisição de Ações no ordenamento brasileiro .....	34
1.2.1 Projeto de Lei nº 1.042/1972 .....	34
1.2.2 O Anteprojeto e o Projeto de Lei nº 2.559/1976.....	36
1.2.3 Sanção e promulgação da Lei nº 6.404/1976.....	45
1.2.4 A Resolução CMN nº 401/1976 .....	47
1.2.5 Considerações sobre o histórico apresentado .....	49
<b>CAPÍTULO II - A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES</b> .....	<b>51</b>
2.1 Definição e finalidade da oferta pública de aquisição de ações .....	51
2.2 Natureza Jurídica da oferta pública de aquisição de ações.....	52
2.3 Espécies de ofertas públicas de aquisição de ações .....	54
2.4 A OPA prevista no art. 254: o precursor do tratamento igualitário na Lei das S.A.....	55
2.4.1 Extinção do art. 254 e consequências experimentadas no mercado .....	57
2.5 Introdução do art. 254-A à Lei das S.A. ....	59
2.6 Elementos constitutivos da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A.....	61
2.6.1 Destinatários da oferta e o percentual mínimo de 80% .....	61
2.6.3 A adoção do termo “alienação” .....	62
2.6.4 A definição de “ações integrantes do bloco de controle”, alterações dentro do bloco de controle e o rol contido no § 1 do art. 254-A .....	62
2.6.7 A OPA em alienação indireta de controle .....	64
2.6.8 A alternativa conferida pelo § 4º do art. 254-A da Lei das S.A. ....	65
2.7 A OPA nas hipóteses de alienação de controle minoritário.....	66

2.7.1	Corrente pela não aplicação do art. 254-A às operações de alienação de controle minoritário .....	66
2.7.2	Corrente pela aplicação do art. 254-A às operações de alienação de controle minoritário .....	71
2.7.3	Corrente por nova regulação - necessidade de substituição de “alienação” por “aquisição” de controle.....	73
2.7.4	Considerações sobre a OPA por alienação de controle .....	77
<b>CAPÍTULO III - PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....</b>		<b>79</b>
3.1	Conceito de poder de controle .....	79
3.1.1	O controle interno .....	80
3.1.2	O controle externo .....	87
3.2	A figura do acionista controlador na legislação brasileira.....	88
3.3	A fatispecie de controle para a disciplina de alienação de controle .....	91
3.4	Considerações sobre o poder de controle nas sociedades anônimas .....	93
<b>CAPÍTULO IV - O NOVO MERCADO, A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO BRASIL E A CRIAÇÃO DO CAF.....</b>		<b>95</b>
4.1	O Novo Mercado da B3 – Regulamento e Principais Inovações.....	95
4.2	Evolução da dispersão acionária no Brasil .....	98
4.3	A criação do CAF e principais características .....	105
4.4	Considerações sobre a dispersão acionária e as medidas autorregulatórias .....	108
<b>CAPÍTULO V - A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CONTROLE ACIONÁRIO NO DIREITO ESTRANGEIRO.....</b>		<b>110</b>
5.1	O modelo da União Europeia de regulação do mercado de controle acionário.....	110
5.1.1	Reino Unido.....	111
5.1.2	Espanha.....	113
5.1.3	Itália .....	114
5.1.4	França.....	115
5.2	A regulação do mercado de controle acionário no Chile.....	117
5.3	O modelo norte-americano de regulação do mercado de controle acionário .....	119
5.4	Considerações sobre a regulação estrangeira do mercado de controle acionário ..	122
<b>CAPÍTULO VI - A CVM E A OPA PREVISTA NO ART. 254-A DA LEI DAS S.A. ....</b>		<b>123</b>
6.1	O papel da CVM na alienação de controle de companhias abertas .....	123
6.1.1	A Instrução CVM nº 361/2002 .....	124

6.2	O Caso TIM - Processo CVM RJ nº 2007/14344 e nº 2009/1956.....	125
6.2.1	O objeto da discussão – alienação de participação acionária na Itália .....	125
6.2.2	Voto do Diretor Relator Eliseu Martins.....	131
6.2.3	Voto do Diretor Eli Loria.....	137
6.2.4	Voto do Diretor Otávio Yazbek.....	138
6.2.5	Voto da Diretora Presidente Maria Helena Santana .....	140
6.2.6	Resultado do Julgamento do Caso TIM.....	142
6.3	Considerações sobre o posicionamento exarado pela CVM no Caso TIM .....	142
6.3.1	Ineditismo do caso e sinalização pela aplicação do art. 254-A .....	142
6.3.2	Nacionalidade das partes e a qualificação da legislação aplicável .....	143
	<b>SÍNTESE CONCLUSIVA E CONSIDERAÇÕES SOBRE AS PROPOSTAS</b>	
	<b>DOCTRINÁRIAS PARA ENCAMINHAMENTO DO TEMA .....</b>	<b>150</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>154</b>

## ABREVIATURAS E SIGLAS

AMEC	Associação de Investidores no Mercado de Capitais
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
Anteprojeto	Anteprojeto de Lei elaborado por Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira, que deu origem à Lei das S.A.
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
Bacen	Banco Central do Brasil
CAF	Comitê de Aquisições e Fusões
Caso TIM	Processo CVM RJ nº 2007/14344 e nº 2009/1956
Circular	Circular CAF nº 2014/001, de 27 de janeiro de 2014
CMN	Conselho Monetário Nacional
Código CAF	Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
Instrução	Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002
Instrução CVM nº 361/2002	Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002
RD 1066/2007	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julho de 2007
Diretiva Europeia	Diretiva Europeia 2004/25/EC, publicada no Jornal Oficial da União Europeia em 30.04.2004
IPO	Oferta Pública Inicial de Ações
Lei das S.A.	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Lei nº 6.385/76	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976
LICC	Lei de Introdução ao Código Civil
LINDB	Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro – Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942
Novo Mercado	Segmento de listagem Novo Mercado da B3
OPA	Oferta Pública de Aquisição de Ações
Projeto de Lei nº 1.042/1972	Projeto de Lei nº 1.042, de 22 de novembro de 1972
Projeto de Lei nº 2.559/1976	Projeto de Lei nº 2.559, de 31 de março de 1976

Resolução	Resolução CMN nº 401, de 22 de dezembro de 1976
Resolução CMN nº 401/1976	Resolução CMN nº 401, de 22 de dezembro de 1976
SRE	Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM
<i>Takeover Panel</i>	<i>Panel on Takeovers and Mergers</i>
TUF	<i>Testo Unico della Finanza – Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58</i>
<i>UK Takeover Code</i>	Código do Reino Unido de Transferência de Controle



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Resultados encontrados por Leal, Silva e Valadares .....	99
Tabela 2 - Listagens de 2000 a 2007 .....	100
Tabela 3 - Quadro Resumo - Resultados Camila Martes.....	108
Tabela 4 - Votos proferidos pelos Diretores da CVM .....	142

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 - Organograma TIM Participações S.A.....	126
---	-----

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a pertinência, adequação e aplicabilidade da oferta pública de aquisição de ações (OPA) prevista no art. 254-A da Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A.) no contexto do mercado de controle acionário<sup>1</sup> brasileiro, mais precisamente nas operações de transferência de controle das companhias de capital aberto com controlador minoritário. Nesse sentido, a princípio, o presente texto não será dedicado às aquisições originárias de controle e, sim, às operações que tenham como pressuposto a existência de controle anterior, vinculando-se muito mais ao sentido de transferência em detrimento de aquisição pura, sem a existência de controlador anterior. Tal afirmação se justifica, pois o que se busca analisar são justamente as operações em que há a figura do controlador preexistente, todavia minoritário ou diluído.

Vale asseverar também que, por estrita delimitação do escopo e corte metodológico da disciplina a ser estudada, deixar-se-á de se dedicar às medidas de defesa contra ofertas públicas para aquisição de controle. Trata-se de tema pujante, o qual possui complexidade e robustez para dedicação própria em estudo apartado.

Diante do cenário exposto, o presente estudo trabalhará com o caso emblemático conhecido como “Caso TIM”<sup>2</sup>, visando identificar a real dificuldade enfrentada pelo mercado e pelos operadores do direito em aplicar, com a segurança jurídica que o tema merece, o art. 254-A da Lei das S.A. às operações de transferência de controle minoritário, e de que forma ordenamentos estrangeiros têm tratado sobre o tema.

O papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o modo com que a matéria tem sido tratada pela autarquia também serão objetos de estudos específicos. Ainda que a CVM tenha se manifestado sobre elementos diversos e operações que envolvem a realização

---

<sup>1</sup> O mercado de controle acionário nada mais representa que uma das formas de concentração empresarial, comumente identificadas pela expressão “fusões e aquisições”. Conforme Munhoz (2013, pp. 132-133): “A evolução do sistema capitalista e as ondas de fusão e aquisição permitem aludir à existência de um mercado de controle acionário, ou seja, um espaço econômico onde ocorre a troca do poder de controle exercido sobre as empresas (...). No caso do controle acionário, a ideia de que os bens devem ser alocados ao seu uso mais produtivo tem importância crucial. Trata-se de corolário do princípio da função social da empresa. Sendo a empresa a célula econômica da sociedade, a alocação do comando dessa atividade (e dos bens produtivos a ela associados) a quem lhe pode conferir o uso mais produtivo gera efeitos positivos para além das partes envolvidas no negócio – externalidades positivas (a situação oposta pode produzir efeitos negativos – externalidades negativas)”.

<sup>2</sup> Processo CVM nº RJ 2009/1956.

de OPA, será aqui buscado o pronunciamento objetivo sobre as operações vinculadas à transferência de controle minoritário, mais precisamente no âmbito do Caso TIM, adotado como pedra de toque do presente estudo.

Também serão objetos de aprofundamento, para fins de encaminhamento do problema, as correntes doutrinárias atualmente existentes acerca do assunto, bem como as respostas recentemente construídas pelo mercado e de que forma tais balizas poderão ser difundidas como meio de atenuação da insegurança atualmente presenciada. Há, no mercado, movimento de autorregulação que dialoga com o objetivo do presente estudo, haja vista representar um dos caminhos que podem ser trilhados para a superação da imprecisão legislativa que traz ao mercado relevante desconfiança.

Deve-se rememorar que a Lei das S.A., com a sua promulgação em 1976, introduziu no ordenamento brasileiro o princípio do tratamento igualitário, conferindo aos acionistas não participantes do bloco de controle a possibilidade de participar do prêmio experimentado nas operações de alienação de controle, até então unicamente usufruído pelo acionista controlador alienante. Diante de tal regramento, o mercado de controle acionário brasileiro caminhou, sem maiores dificuldades, até os idos dos anos 2000. Isso porque as companhias nacionais, historicamente, foram caracterizadas pela concentração acionária, com a clássica figura do acionista controlador majoritário, que detém mais de 50% do capital votante da companhia<sup>3</sup>. Não havia, desta maneira, maiores discussões acerca do controlador alienante, já que era usualmente majoritário, portanto facilmente verificável. O controle concentrado é, portanto, “um dado da realidade brasileira” (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 77).

Todavia, o mercado de capitais brasileiro passou, essencialmente nos últimos quinze anos, mudanças significativas na estrutura acionária das companhias abertas. Notadamente, no âmbito do Novo Mercado<sup>4</sup>, observa-se a relevante dispersão do capital social das companhias nele listadas, inédito no país até então. Gorga (2009, p. 445) lançou holofotes sobre o tema em cotejo e, ao analisar dados referentes aos anos de 2006 e 2007, constatou que, no Novo Mercado, considerando somente as companhias que são destituídas de controlador majoritário (65 das 92 companhias que serviram de universo para o estudo), a

---

<sup>3</sup> É o que apontam os estudos de GORGA (2009, p. 501): “Brazil traditionally had capital markets that could not sufficiently finance corporations because of high discounts applied to security prices. Brazilian firms were characterized by strong ownership concentration and weak corporate governance”. Em tradução livre: “O Brasil, tradicionalmente, teve mercado de capitais que não poderia financiar, suficientemente, as companhias por conta do elevado desconto aplicado aos preços dos valores mobiliários. Companhias brasileiras eram caracterizadas pela forte concentração de propriedade e fraca governança corporativa”.

<sup>4</sup> O Novo Mercado é o segmento de listagem criado pela então BM&FBovespa em 2000.

média percentual de ações detidas pelo maior acionista das companhias ali listadas era de 26,23% das ações (GORGA, 2009, Table 8, p. 523).

Martes (2014, p. 54 e 54), em dissertação de Mestrado na qual foi analisada, dentre outros elementos, a “estrutura de capital dominante entre as companhias listadas no Novo Mercado, mediante levantamento das participações societárias de maior relevância”, constatou que 37 das 129 companhias objeto do estudo (28,68%) possuíam a figura de um único acionista detentor de participação superior a 50% do capital social total. Das companhias restantes (92 ou 71,32% do total de 129 companhias), 37 delas (28,68% do total) declararam em seus formulários de referência que o maior acionista não figurava como acionista controlador<sup>5</sup>, ao passo que 55 companhias (42,64% do total) classificaram seu maior acionista como controlador, porém detentores de participação que não alcança a maioria do capital social da companhia.

Trata-se, portanto, de cenário bastante distinto daquele historicamente encontrado no mercado de capitais brasileiro. Referido apontamento nos permite afirmar que o Novo Mercado experimenta situação bastante peculiar: há relevante participação de companhias sem a figura histórica ao menos no Brasil do acionista controlador majoritário. Há a preponderância, em dito segmento, de companhias com certo grau de dispersão, todavia com a presença de blocos minoritários capazes de influir substancialmente nas decisões tomadas pelos administradores<sup>6</sup>.

Tendo isso em mente, destaca-se que os legisladores que discutiram, elaboraram e editaram as leis atinentes ao tema (notadamente a Lei das S.A., da década de 1970) tomaram como base as características vivenciadas naquele momento pelas companhias então constituídas. A lógica do ordenamento pátrio, no que tange às companhias de capital aberto, foi pautada no modelo de preponderância, ou quase de unanimidade, da presença do acionista controlador majoritário<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup>Trata-se de declaração unilateral prestada pelas companhias, as quais compreendiam, a partir de seus quadros acionários, não contar com a existência de acionista controlador.

<sup>6</sup>“Embora o processo de transformação verificado no Brasil tenha observado velocidade surpreendente, sobretudo, a partir de 2004, o padrão ainda dominante, no Novo Mercado, é o de companhias com algum grau de dispersão do capital, mas caracterizadas pela presença de blocos minoritários, assim entendidos os que são capazes de exercer o poder de controle (controle minoritário ou de fato) ou, no mínimo, de influenciar de forma significativa os administradores” (MUNHOZ, 2011a, p. 339).

<sup>7</sup>GORGA (2009, p. 501) assevera, em tradução livre: “A lei brasileira sobre as sociedades foi elaborada com o tradicional controlador majoritário. A lei brasileira impõe mais responsabilidades aos acionistas controladores do que aos administradores. Muitos problemas que podem emergir em companhias sem controlador claro representarão significativa dificuldade para a lei atual”: No texto original: “the Brazilian Corporate Law was designed with the traditional controlling shareholder in mind. Brazilian law imposes more responsibilities on

Em outros termos, levando-se em consideração que a legislação pátria foi construída sob a égide da forte concentração acionária e, uma vez evidenciada a realidade encontrada atualmente no Novo Mercado, tem-se que determinados institutos, historicamente aplicados sob essa ótica da presença do controlador majoritário, passaram a ser questionados. Só que agora sob o ponto de vista do controle minoritário encontrado em parcela das companhias brasileiras de capital aberto, essencialmente naquelas listadas no Novo Mercado.

Normas que, por tradição, foram utilizadas em ambiente de forte concentração acionária passaram a ser desafiadas em cenário de maior dispersão, o que vem gerando uma série de enfrentamentos, tanto pela doutrina quanto pelos próprios órgãos de regulação do mercado de capitais, em especial a CVM. A oferta pública decorrente de alienação do poder de controle é exemplo disso, de modo que o mercado tem tido severas dificuldades em aplicá-la em operações que envolvam a transferência de controle minoritário ou diluído.

Pereira (1995, p. 191), já nos idos da década de 1990, apontava para a dificuldade enfrentada pelo mercado nas ocasiões em que determinada operação de alienação de participação acionária envolvendo bloco representativo do controle minoritário da companhia:

(...) os casos de mais difícil deslinde são aqueles em que houve aquisição do poder de controle mediante a venda de um bloco significativo de ações votantes, sem

---

controlling shareholders than on managers. However, this legal model is being challenged as ownership structures change. Many problems that may emerge in companies without clear controlling shareholders will present significant difficulties for the current law". No mesmo sentido, Munhoz (2010, p.311): "A orientação bem denota o grau de concentração do controle nas companhias abertas do país. O paradigma único tomado pelo regulador é o da companhia com controlador majoritário, cujo poder é sempre objeto de alienação. Não houve preocupação com a hipótese de aquisição originária do controle, simplesmente porque tal possibilidade era inexistente na realidade brasileira até pelo menos os anos 2000, em virtude da estrutura extremamente concentrada do capital até então vigente". Cerezetti (2013, p. 963) defende em mesma linha, em tradução livre: "Uma das finalidades confessas da Lei das S.A. de 1976 (lei nº 6.404) foi a de fortalecer os conglomerados nacionais, assim favorecendo o aprimoramento do modelo de concentração de propriedade. Como resultado, a estrutura de governança das corporações públicas brasileiras é caracterizada pela presença de acionistas controladores fortes, com administradores geralmente subservientes aos interesses dos controladores, assim como quase nenhuma participação de outras partes interessadas nas decisões negociais. Aqui, as decisões históricas e políticas explicam amplamente as razões pelas quais a concentração de propriedade não é exceção, mas a regra. O design de propriedade em tais termos conduz para a regulação de transações de controle focada principalmente, se não exclusivamente, na negociação de controle das companhias controladas": No texto original: "One of the declared purpose of the Corporate Law of 1976 (Law n. 6,404) was to fortify national conglomerates, thereby favoring the enhancement of concentrated ownership patterns. As a result, the governance structure of Brazilian public corporations is characterized by the presence of strong controlling shareholders, managers who are usually subservient to the controller's interests, and almost no participation of other stakeholders in business decisions. Here, the historical and political decisions largely explain the reasons why concentrated ownership is not an exception, but the rule. The ownership design in such terms led to a regulation of control transactions focused mainly, if not solely, on the control negotiations of controlled companies (...)"

que, no entanto, o alienante dessas ações fosse previamente o acionista controlador da sociedade nos termos da Lei 6.404 (...).

E, desde então, Gorga (2009, p. 501)<sup>8</sup>, Munhoz (2011a, p. 20)<sup>9</sup> e Boechem (2012, p. 73)<sup>10</sup>, dentre outros autores, vêm apontando para a dificuldade em torno do tema e a necessidade de criação de sistemática própria e moderna, mais adequada ao perfil de dispersão atualmente experimentado no mercado de capitais nacional. O posicionamento de Cerezetti (2011, p. 27) é exatamente nesta linha:

A completa disciplina das situações de aquisição de controle de companhias abertas deveria constituir uma das prioridades da política pública brasileira no que tange ao mercado de capitais (...). O adequado tratamento do tema exige que a estrutura acionária das companhias seja levada em consideração, de forma que os instrumentos jurídicos criados se apresentem aptos a lidar com companhias de capital concentrado e diluído.

Haja vista as correntes doutrinárias que surgiram em torno do tema, somadas às medidas autorregulatórias encaminhadas pelos agentes do mercado de capitais nacional, mostra-se desejável averiguar a adequação e a aplicabilidade da OPA no cenário contemporâneo verificado no mercado de capitais brasileiro, notadamente no Novo Mercado. Há três correntes nacionais distintas que apresentam encaminhamento próprio para a celeuma. A primeira delas entende que o art. 254-A é aplicável às operações de alienação de controle minoritário ou diluído, devendo ser verificado, caso a caso, o exercício do controle pelo acionista alienante para, então, averiguar se deverá ser imposta a realização de OPA. A segunda corrente afasta a necessidade de realização da OPA nas operações de

---

<sup>8</sup> Em tradução livre: “Com o crescente nível de dispersão de propriedade, será mais difícil determinar quando uma transação de controle estará ocorrendo. Uma alienação de trinta por cento das ações com direito a voto ainda é uma alienação de controle? O que dizer sobre a alienação de dez por cento das ações com direito a voto? O que dizer sobre a alienação de dez por cento das ações com direito a voto por acionista que faz parte de acordo de acionistas controladores? Não há, até o momento, diretivas claras para responder tais questionamentos”. No texto original: “With the increasing level of ownership dispersion, it will be more difficult to determine when a control transaction is taking place. Is a sale of thirty percent of the voting shares still a control sale? What about a sale of ten percent of the voting shares? What about a sale of ten percent of voting shares by a shareholder who has entered into a control shareholder agreement? There are still no clear guidelines for answering these questions”.

<sup>9</sup> “A necessidade de conferir uma disciplina sistemática e mais ampla à modificação da titularidade do poder de controle comparativamente ao que se verificava até há pouco, quando parecia suficiente a análise do negócio de *alienação do controle acionário*, bem ilustra como são amplos e significativos os impactos da transformação da estrutura da propriedade do capital de companhias brasileiras sobre o direito societário”.

<sup>10</sup> “(...) tornou-se fundamental compreender e delimitar detalhadamente o conceito legal de controle, para que os interessados na aquisição do controle de uma companhia aberta possam estruturar seus investimentos de forma eficiente e prever com segurança se a estrutura adotada será ou não caracterizada como uma alienação de controle sujeita à realização de OPA (...)”.

alienação de controle minoritário. Entende-se, desse modo, que a regra seria aplicável somente às operações de alienação de controle majoritário. Em terceiro, tem-se a corrente que propõe a aproximação do ordenamento brasileiro às regras decorrentes da Diretiva Europeia, a qual estabelece um percentual mínimo presuntivo de controle que, uma vez atingido, impõe ao adquirente a realização de OPA. Tal regra partiria da presunção de controle e, ao seu turno, contemplaria exceções a serem verificadas no caso concreto, como, por exemplo, a não preponderância nas últimas três assembleias gerais da companhia. Como será demonstrado no curso desta dissertação, afasta-se aqui da segunda corrente, uma vez que parece inadequado o entendimento de que o art. 254-A seria aplicável somente às operações que envolvam controle majoritário. Levando-se em consideração que o ordenamento pátrio reconhece, expressamente, o controle minoritário, não se vislumbra como possível não aplicar a OPA do art. 254-A quando alienado tal controle para um terceiro. A primeira corrente, embora compreendida como correta e em linha com o ordenamento atualmente vigente, acaba por imprimir elevada insegurança jurídica ao mercado de controle acionário, o que contribui para a manutenção de estruturas ineficientes de controle. Em tais termos, é bastante desejável o regramento proposto pela terceira corrente, especialmente no que concerne à previsibilidade e à segurança jurídica dela resultantes.



# CAPÍTULO I - EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CONTROLE ACIONÁRIO E A INTRODUÇÃO DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NO ORDENAMENTO BRASILEIRO

## 1.1 Mercado de controle acionário e o surgimento da proposta de regulação

Até o final da década de 1960, inexistia no direito brasileiro, bem como no direito estrangeiro, norma ou regulamento que impusesse proibição ou limitação à aquisição de bloco de ações de companhias abertas, representativo ou não do controle acionário das companhias até então existentes (PRADO, 2005, p. 45).

Manne (1965, pp. 115-116), em estudo dedicado às regras de antitruste norte-americanas e o movimento de fusão entre companhias concorrentes, enxergou que poderiam ser adotadas inúmeras formas para que um ofertante alcançasse o controle acionário de determinada companhia<sup>11</sup>. Prado (2005, p. 45) aponta que naquele momento histórico, essencialmente nos Estados Unidos da América (EUA) e na Grã-Bretanha, houve aumento significativo nas tomadas hostis de controle de companhias abertas, as quais se davam por meio de oferta pública de aquisição de ações sem a devida regulação.

É nesse contexto que surge o que fora denominado de mercado de controle acionário, o qual, segundo Prado (2005, pp. 45-46),

(...) passa a ter relevância, aos olhos da doutrina, na medida em que se lhe atribui função jurídico-econômica própria, distinta da função do mercado de capitais, visto fundamentalmente como meio de financiamento das grandes companhias.

---

<sup>11</sup> Em tradução livre: “Há inúmeras técnicas que podem ser utilizadas para aquisição direta de ações. A mais evidente aquisição integral, no mercado aberto, do percentual necessário de ações. O terceiro pode também tentar a aquisição de ações de grandes proprietários de ações, assim preservando o sigilo e permitindo negociação de preço. Finalmente, ele pode realizar proposta de oferta, que consiste em pedido para que os acionistas façam oferta de alienação de suas ações para o terceiro por determinado preço, geralmente acima do preço de mercado”. No original: “There are several techniques that may be used in the direct purchase of shares. The most obvious is outright purchase on the open Market of the requisite percentage of shares. The outsider might also try to buy the shares from large individual owners, thus preserving secrecy and allowing negotiation on price. Finally, he may make a bid for tenders, that is, a request that shareholders make an offer to sell their shares to him at a certain price, usually above the market”.

Conforme ensina Manne (1965, pp. 115-116), o controle de companhias (i) pode constituir bem de elevado valor; (ii) tal valor existe independente de qualquer proveito em economia de escala ou lucros de monopólio; (iii) é objeto de um mercado específico; e (iv) muitas fusões são provavelmente resultado de trabalhos bem-sucedidos deste mercado especial<sup>12</sup>. Mais adiante, o mesmo autor esclarece que, para a compreensão do mercado de controle acionário, deve-se destacar a íntima correlação existente entre a eficiência na administração da companhia e o respectivo valor das ações por ela emitidas.

Se determinada companhia possui administração ineficiente – entendendo-se como tal o não retorno aos acionistas daquilo que poderia ser entregue sob uma melhor administração – o preço de mercado das ações será inferior se comparado com o preço de ações de outras companhias do mesmo setor (MANNE, 1965, p. 112). Neste caso, segundo dito autor, quanto menor o preço das ações (tendo-se como paradigma o que poderia ser gerado por uma administração mais eficiente), mais atrativa será a tomada de controle por aqueles que creem poder administrar a companhia de melhor maneira em termos de eficiência.

Manne (1965, p. 112) acrescenta que somente o mercado de controle acionário pode trazer algum grau de garantia de eficiência competitiva entre os administradores das companhias, o que, em sua visão, acaba por representar proteção aos acionistas não controladores. Em outras palavras, os administradores, cientes de que a companhia poderá ser objeto de tomada hostil de controle, atuarão (ou ao menos buscarão atuar) de forma mais eficiente, o que culminará em incremento e “melhor aproveitamento dos recursos sociais das companhias abertas” (PRADO, 2005, p. 46).

O mercado de controle acionário, nos termos expostos, serve para incentivar a administração eficiente das companhias, uma vez que, quando observadas ineficiências, estas podem resultar em substituição da administração via aquisição do poder de controle por terceiro. E, segundo Prado (2005, p. 47), é em decorrência da importância jurídico-econômica do mercado de controle acionário que a doutrina passou a estudar o fenômeno,

---

<sup>12</sup> Manne assevera que sua obra consiste em “introdução ao estudo do mercado de controle das companhias” e esclarece “que a proposição básica apresentada no estudo é a de que o controle das companhias pode constituir um ativo valioso; que esse ativo existe independentemente de qualquer participação seja em economia de escala ou monopólio dos lucros; que exista um mercado ativo de controle acionário; e que a grande maioria das fusões são provavelmente o resultado do bem sucedido funcionamento desse mercado especial”. No exto original: “the basic proposition advanced in this paper is that the control of corporations may constitute a valuable asset; that this asset exists independent of any interest in either economics of scale or monopoly profits; that an active market for corporate control exists; and that a great many mergers are probably the result of the successful workings of this special market” (MANNE, 1965, pp. 115-116).

tudo em vias de promover o seu desenvolvimento. Segundo a autora, três foram os pressupostos básicos identificados para o seu desenvolvimento:

- 1) a transformação do poder de controle de uma sociedade como objeto em si de negociação, independentemente da anuência e participação do controlador e da administração; 2) a concreta e real valoração econômica deste poder de controle; 3) a eliminação de barreiras técnico-societárias.

O primeiro pressuposto supracitado demanda a existência de mercado com dispersão acionária relevante, no qual o controle possa ser exercido por pessoa que não detenha a maioria do capital social votante. Exige-se também a existência de mercado secundário de capitais em que a companhia tenha suas ações negociadas (PRADO, 2005, p. 47).

Já o segundo pressuposto recai sobre o conceito de mercado eficiente. Trata-se de conceito econômico, originalmente organizado e sistematizado nos EUA por Fama (1970, p. 414), que dispõe, em síntese, que a teoria do mercado eficiente é dedicada à análise da capacidade de o mercado compreender as informações disponíveis e de que modo os preços praticados dos valores mobiliários negociados seriam reflexo de tais informações. Em outros termos, um mercado poderia ser considerado eficiente se os preços dos valores mobiliários negociados refletissem integralmente as informações até então disponibilizadas naquele ambiente (FAMA, 1970, p. 414).

No que cabe ao terceiro pressuposto, Prado (2005, p. 48) esclarece que residiria no afastamento de obstáculos, ora jurídicos, ora técnicos, que inviabilizem o desenvolvimento do mercado de capitais, sendo este, segundo a autora, “terreno cujo desenvolvimento é, por sua vez, pressuposto para o desenvolvimento do mercado de controle acionário”<sup>13</sup>. Passou-se, assim, a discutir sobre a necessidade e a pertinência de regular o mercado de controle acionário para seu desejável desenvolvimento.

De acordo com Prado (2005, p. 50), três são as correntes doutrinárias existentes acerca da regulação do mercado de controle acionário. Há, em um extremo, a corrente liberal, que enxerga as tomadas de controle, por meio de negociação privada ou hostil, como benéficas, não devendo o mercado tomar medidas que possam romper com a livre atuação de seus agentes nesse aspecto.

---

<sup>13</sup> A autora ilustra, assim, quais seriam tais barreiras: “A título de exemplo, podemos citar algumas barreiras identificadas pela doutrina como prejudiciais ao desenvolvimento do mercado de controle acionário, tais como o escasso mercado primário de capitalização em Bolsa de Valores, o atrofiado mercado secundário em razão dos negócios concentrados em poucos títulos e a propriedade do poder de controle concentrado em mãos de famílias ou bancos de investimento” (PRADO, 2005, pp. 48-49).

Dentre os autores que defendem posicionamento mais liberal, destacam-se Easterbrook e Fischel (1982, p. 698), os quais asseveram que qualquer tentativa em compartilhar o prêmio a ser auferido pelo controlador alienante simplesmente reduz a probabilidade de que haja ganhos a serem distribuídos. Tais autores, assim, não encontram óbice na apropriação do prêmio de controle pelos controladores alienantes, o que é um dos fundamentos da regulação do mercado de controle acionário.

Ainda, Easterbrook e Fischel (1982, p. 705) entendem que os administradores nem sempre maximizam o patrimônio do investidor alocado na companhia via participação acionária. Dito isso, as operações de aquisição de controle acionário permitem ao adquirente a instalação de seu próprio time na administração da companhia e o prêmio a ser pago, segundo os autores, nada mais representa que parcela antecipada da valorização que as ações sofrerão após a concretização da operação. Nas palavras dos autores (1982, p. 705):

O prêmio será algum percentual antecipado do crescimento em valor uma vez que a transferência de controle é realizada. Caso não haja crescimento antecipado em valor, seria irracional para o comprador pagar o prêmio. Há uma forte assunção, assim, que a livre possibilidade de transferência do controle acionário, como qualquer outro tipo de transação voluntária, leva os ativos a valores mais elevados<sup>14</sup>.

Ainda na visão de Easterbrook e Fischel, algumas operações de alteração de controle acionário podem não gerar ganhos. Todavia, isso não justificaria a regulação de tais operações, já que o próprio mercado penalizaria, por exemplo, compradores que tenham pago preço excessivamente elevado em um negócio, servindo as perdas como próprio alerta para futuros compradores<sup>15</sup>. É importante destacar que a corrente liberal apresentada de

---

<sup>14</sup> “The premium will be some percentage of the anticipated increase in value once the transfer of control is effectuated. If there were no anticipated increase in value, it would be irrational for the buyer to pay the premium. There is a strong assumption, therefore, that free transferability of corporate control, like any other type of voluntary exchange, moves assets to higher valued uses”.

<sup>15</sup> Em tradução livre: “Se uma companhia deseja desperdiçar seu dinheiro pagando muito pelo controle, os administradores não possuem obrigação de rejeitar o dinheiro; um leiloeiro não paralisa o leilão no preço ‘correto’ com o fito de proteger os proponentes de pagarem muito. O mercado penaliza compradores que paguem muito por um negócio, e as perdas funcionam como alertas para futuros compradores”. No original: “If one firm wants to squander its money by paying too much for control, managers have no duty to turn the money away; an auctioneer does not stop the auction at the ‘right’ price in order to protect bidders from paying too much. The Market penalizes buyers who pay too much for a deal, and those losses serve as signals to future buyers. The corporate law can ignore overpayments, for they are self-detering” (EASTERBROOK; FISCHEL, 1982, p. 707).

antemão não foi adotada por nenhum país de mercado de capitais desenvolvido, tampouco por países com mercado de capitais em desenvolvimento<sup>16</sup>.

Apresentada a primeira corrente, avança-se para a corrente intermediária, a qual, de acordo com Prado (2005, p. 51), compreende que os acionistas minoritários não necessariamente serão prejudicados com operações de tomadas de controle, razão pela qual é defendido que deve haver regramento tão somente acerca do procedimento a ser adotado em OPA para aquisição de controle.

Segundo a autora, é defendida por esta corrente a regulação procedimental das operações de tomada de controle, por meio de previsão legal de realização de OPA *a priori*, bem como da divulgação mandatória de informações ao mercado, com o intuito de conferir aos investidores a possibilidade de tomada de decisões orientada (PRADO, 2005, p. 53). A corrente em tela tem orientado a regulação norte-americana do mercado de controle acionário, cujas características serão mais bem delimitadas no Capítulo VI adiante.

Em terceiro lugar, identifica-se a doutrina mais conservadora (PRADO, 2005, p. 55), defendendo-se que os acionistas minoritários, por não participarem do negócio avençado, acabam prejudicados, o que justifica a mandatória realização de OPA posterior à alteração de controle, com o fito de proteger os interesses de tais acionistas. Trata-se, como será observado, de corrente doutrinária adotada pelo legislador brasileiro quando da edição da Lei das S.A., o que explicita, evidentemente, a suma importância do tema para o presente estudo.

Nesse aspecto, dita corrente é fundamentada em três pilares. O primeiro deles decorre da identificação do valor de controle como ativo social, logo pertencente à companhia (PRADO, 2005, p. 55). Berle (1965, p. 638), em icônica obra sobre o tema, estabelece que:

A posição de acionista majoritário, com sua capacidade de controlar, não é um “direito de propriedade” no mesmo sentido do direito de participar dos dividendos, na liquidação ou algo semelhante. O seu poder de controle é realmente incidental, subproduto da capacidade de eleger o conselho de administração por menos que a unanimidade. É por isso que o poder de controle – capacidade e eleger a administração – é um ativo da sociedade, e não um ativo individual<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> “Esta primeira corrente, de posicionamento excessivamente liberal na regulação das transações com ações de controle no mercado de capitais, não foi aceita por nenhum país que possui mercado de capitais desenvolvido ou em desenvolvimento e, tampouco, pelos EUA, que atualmente contam com o maior e mais desenvolvido mercado de valores mobiliários” (PRADO, 2005, p. 51).

<sup>17</sup> No original: “The position of a majority shareholder, with his capacity to control, is thus not a “property right” in the same sense as is his right to participate in dividends, or in liquidation or the like. His control power is really adventitious, a by-product of the corporate capacity to choose a board of directors by less than unanimity. This is why the control power – capacity to choose a management – is a corporate asset, not an individual one”.

E, sendo um ativo da companhia e não do acionista controlador, deve-se buscar, no mercado de controle acionário, a regulação das operações para que o prêmio seja usufruído pela companhia e por todos os seus acionistas, afastando-se seu recebimento somente pelo acionista controlador alienante (PRADO, 2005, p. 56). Como solução, Berle (1965, p. 639) propõe que, uma vez recebido o prêmio, deve o controlador devolvê-lo para a companhia ou dividi-lo com os demais acionistas com direito a voto<sup>18</sup>.

O segundo pilar, inserido na doutrina mais conservadora ora apresentada, defende ser ilegal a apropriação do prêmio pelo acionista controlador, uma vez que violaria o dever fiduciário tido com os demais acionistas da companhia (PRADO, 2005, p. 56). De acordo com Bayne (1969, p. 620), controle representa um ativo da companhia, com uma relação de custódia, subsistente entre o diretor nomeado pelo controlador e a companhia, fonte de uma complexa relação de deveres e responsabilidades. Assim, em caso de alienação de ações detidas pelo acionista controlador em valor acima daquele praticado pelo mercado, defendem que o prêmio de controle seja conferido à companhia ou distribuído aos demais acionistas.

Tais correntes não foram incorporadas ao ordenamento jurídico norte-americano, bem como tiveram pouquíssima aplicação nas cortes daquele país. O caso de maior notoriedade acerca do tema foi o então denominado *Perlman vs. Feldman*, de 1955. Discutiu-se, no caso em referência, o pagamento de prêmio aos acionistas controladores alienantes, haja vista as ações terem sido alienadas praticamente pelo dobro do valor de mercado à época<sup>19</sup>. Pugnou-se, assim, pela distribuição do prêmio a todos os demais acionistas que não participaram do negócio.

---

<sup>18</sup> Em tradução livre: “Em ambas as situações, seria observado que a solução poderia ser tanto (1) recuperar a diferença e destiná-la à tesouraria da companhia, ou (2) recuperar a diferença e pagar diretamente, como distribuição, a todos os acionistas com direito de voto”. No original: “In both situations, it would seem that the remedy may be either (1) recovery of the differential and placing it in the corporate treasury, or (2) recovery of the differential and directing that it would be paid as a distribution to all the voting shareholders”.

<sup>19</sup> Andrews (1965, p. 507) assim resume a discussão objeto da demanda (em tradução livre): “Feldman era CEO e presidente do conselho de administração da Newport Steel Corporation. Ele e membros de sua família, amigos e associados detinham 37% das ações em circulação. O restante estava pulverizado e regularmente negociado em balcão. Durante a emergência coreana o aço estava escasso, mas produtores respeitáveis contiveram a elevação de preços. Nesse cenário Feldman organizou a alienação de sua participação e de seus associados para a Wilport Company, um sindicato de utilizadores de aço organizado para adquirir o controle de uma confiável fonte de suprimento. O preço foi de \$ 20 por ação, quase o dobro do preço de mercado que nunca excedeu \$ 12, e superior ao preço de livro de \$ 17,03. Feldman e seus coligados resignaram ao posto de conselheiros e elegeram representantes da Wilport. Posteriormente, a Newport realizou vendas de aço para as empresas constituintes da Wilport a preços de mercado vigentes. Pearlman, acionista da Newport, moveu uma ação derivada contra Feldman e demais acionistas alienantes, argumentando que o poder de controle da

A corte distrital responsável pelo caso afastou a alegação de controle como um “ativo da companhia”, compreendendo-o como “um fator adicional de valor anexado ao bloco de controle, que assegura para o benefício de seu titular e pode ser realizado por ele quando da sua alienação”<sup>20</sup>. Tal entendimento foi revertido pela Corte de Apelações, que determinou que o valor das ações alienadas fosse apurado, excluindo-se o correspondente valor pago a título de prêmio pelo controle acionário.

Restou vencido o voto proferido pelo Juiz Swan, o qual, segundo Prado (2005, p. 59), defendeu que é permitido ao acionista controlador buscar o maior preço possível por suas ações, sem que tal medida represente prejuízo à companhia. Ainda, conforme Andrews (1965, p. 508), o Juiz Swan compreendeu que não havia qualquer dever de fidúcia de Feldman, na qualidade de acionista, que pudesse impedi-lo de alienar sua participação acionária<sup>21</sup>.

Trata-se, como mencionado, de decisão isolada proferida pela Corte de Apelações que versa sobre a distribuição do prêmio de controle aos demais acionistas. Todavia, embora não represente o entendimento adotado pelas Cortes Americanas, o caso *Perlman v. Feldman*

---

Newport representada um ativo da companhia, e que parte do preço recebido pelo grupo de Feldman era na realidade o pagamento por conferir dito poder à Wilport. A ação consistia em recuperar parte do preço em nome da companhia, embora, para impedir que a Wilport recuperasse parte de seu preço de compra, os autores sugeriram que a recuperação fosse limitada a 63% do prêmio de controle e fosse paga diretamente aos acionistas que não participaram da operação ao invés da companhia”. No original: “Feldman was president and chairman of the board of Newport Steel Corporation. He and members of his family, friends and associates owned 37 per cent of the outstanding stock. The rest was widely held and regularly traded over the counter. During the Korean emergency steel was in short supply, but reputable producers exercised restraint in raising their prices. In this situation Feldman arranged for the sale of his and his associate’s stock to Wilport Company, a syndicate of steel users organized to acquire control of a dependable source of supply. The price was \$ 20 per share, almost twice the market price which never exceeded \$ 12, and more than the book value of \$ 17.03. Feldman and his colleagues resigned as directors of Newport and elected Wilport’s nominees. Thereafter Newport made sales of steel to Wilport’s constituent companies at prevailing market prices. Perlman, a stockholder of Newport, brought a derivative suit against Feldman and other selling stockholders, arguing that the power of control allocation of Newport’s product was a corporate asset, and that part of the price the Feldman group received for its stock was in reality a payment for conferring that power on Wilport. The suit was to recover that part of the price on behalf of the Corporation, although to prevent Wilport from recovering part of its purchase price the plaintiffs suggested that the recovery be limited to 63 per cent of the control premium and be made payable directly to the outside stockholders rather than to the corporation” (ANDREWS, 1965, p. 507).

<sup>20</sup> No original: “an additional factor of value attaching to the control block, which ensures to the benefit of its owner and may be realized by him on its sale”.

<sup>21</sup> Nos dizeres de Andrews (em tradução livre): “O Juiz Swan discordou, afirmando que o controle era um inseparável incidente da participação alienada, pelo qual os vendedores tinham o direito a compensação, a menos que houvesse uma demonstração mais concreta de dano à companhia. Em sua opinião, Feldman não estava ‘sob qualquer dever fiduciário como acionista de não vender as ações que controlava’”. No original: “Judge Swan dissented, asserting that control was an inseparable incident of the stock sold, for which the sellers were entitled to compensation unless there was a more concrete showing of harm to the Corporation. In his opinion Feldman was not ‘under any fiduciary duty as a stockholder not to sell the stock he controlled’” (ANDREWS, 1965, p. 208).

deu ensejo a diversos trabalhos, influenciando de forma decisiva na construção doutrinária acerca do tema, conforme será demonstrado abaixo.

A terceira vertente da doutrina em cotejo foi apresentada por Andrews (1965), cujas considerações foram traçadas a partir do caso *Perlman v. Feldmann*. Segundo referido autor, em qualquer hipótese que ocorra a alienação de ações do bloco de controle, deve-se garantir, de maneira igualitária, a mesma oportunidade aos acionistas minoritários para que alienem suas ações nas mesmas condições.

Andrews (1965) analisa a questão e fundamenta sua proposição sob os pontos de vista teórico, prático e econômico, o que será brevemente apresentado a seguir. Inicialmente, o autor concorda que o acionista seja livre para determinar, a si mesmo, o preço pelo qual alienaria sua participação acionária, assim como o preço abaixo do qual optaria por manter suas ações e não aliená-las para terceiros. Todavia, ainda que haja completa liberdade para tanto, tem-se que tal arbítrio deve ser exercido em ambiente em que sejam garantidas as mesmas condições aos demais acionistas da companhia<sup>22</sup>.

É proposto por Andrews, portanto, que o acionista controlador não seja livre para alienar sua participação acionária para terceiros, salvo se mediante a oferta de aquisição aos demais acionistas nas mesmas bases. Ou, em outros termos, que seja um dos direitos dos minoritários a igualdade de oportunidade em participar de ofertas de alienação de ações para a aquisição de controle. Eis, nas palavras de Andrews (1965, p. 515), a sumarização da corrente defendida por ele:

A regra a ser considerada pode ser assim estatuída: sempre que um acionista controlador alienar suas ações, todos os demais acionistas (da mesma classe) têm direito de ter igual oportunidade para alienar suas ações, ou parte delas *pro rata*, substancialmente nos mesmos termos. Ou, nos termos dos deveres correlatos:

---

<sup>22</sup> Em tradução livre: “O problema pode ser abordado colocando em questão a proposição geral de que um acionista é livre para vender por um preço não convencional. Concordo que um acionista deve ser livre para decidir vender ou manter de acordo com sua própria medida de seus próprios interesses. Concordo ainda que ele deveria ser totalmente livre para determinar por si o preço pelo qual ele venderá, e abaixo do qual ele manterá suas ações. Mas isso não significa que um acionista controlador (ou qualquer outro acionista) esteja livre para vender em condições geralmente não disponíveis para outros acionistas. Um acionista pode ter total liberdade de escolha ao decidir vender ou manter, e fixar seu preço, mas ainda assim ser obrigado a exercer tal liberdade no âmbito de um Mercado em que todos os acionistas tenham a garantia de igualdade de oportunidades”. No original: “The problem can be approached by calling in question the general proposition that a stockholder is free to sell at a price not generally. I agree that a stockholder should be free to decide to sell or hold according to his own measure of his own interests. I agree further that he should be wholly free to determine for himself the price at which he will sell, and below which he will hold his shares. But it does not follow that a controlling stockholder (or any other stockholder) is free to sell on terms not generally available to other stockholders. A stockholder can be given complete freedom of choice in deciding to sell or hold, and in fixing his price, but still be required to exercise that freedom within the realm of a Market where all stockholders are guaranteed an equal opportunity” (ANDREWS, 1965, p. 506).



antes que um acionista controlador possa vender suas ações para um terceiro, ele deve assegurar aos demais acionistas igual oportunidade para alienar suas ações, ou no mais elevado patamar que as tenha alienado<sup>23</sup>.

A grande inovação no pensamento trazido por Andrews foi, segundo Prado (2005, p. 60), compreender que não há ilegalidade na alienação do controle mediante o pagamento de prêmio; há, sim, ilegalidade se não garantida a oportunidade de compartilhar tal prêmio com os demais acionistas da companhia.

Como adiantado acima, é trazida por Andrews a análise do tratamento igualitário sob o ponto de vista prático, econômico e teórico. Em termos práticos, Andrews (1965, p. 517) defende que a transferência de controle pode resultar em superveniente má condução nos negócios da companhia. E, ainda que a regra de tratamento igualitário não trate especificamente esse problema, ao menos afastaria adquirentes cuja intenção singular seria somente saquear a companhia, uma vez que, no limite, o comprador restaria detentor da integralidade das ações da companhia, de modo que não haveria vantagem ao “ladrão” em pilhar a companhia solvente integralmente detida por ele.

Ainda sob o ponto de vista prático, Andrews (1965, p. 522) conclui que, se é desejável o tratamento igualitário nas relações estabelecidas entre os acionistas e a companhia – como a distribuição de dividendos, o direito de voto (assumindo-se, aqui, as ações inseridas na mesma classe), deve-se também prestigiar o tratamento igualitário entre os acionistas na relação destes com o mercado de capitais. Este, segundo Andrews, é o espírito que deve reger o tratamento igualitário por ele vislumbrado.

O autor também faz reflexão sobre o que justificaria, desde o ponto de vista econômico, pagar preço mais elevado por determinado bloco de ações. Segundo Andrews (1965, p. 526), a principal razão pela qual uma pessoa decide pagar pelo prêmio de controle é a possibilidade de implementar aquilo que entende ser as melhores práticas na administração de seu investimento. Em outros termos, ainda que o acionista minoritário receba, por ação, o mesmo retorno financeiro que o acionista controlador, este possui a vantagem de saber que o seu posicionamento prevalecerá em eventual discordância entre os acionistas da companhia.

---

<sup>23</sup> No original: “The rule to be considered can be stated thus: whenever a controlling stockholder sells his shares, every other holder of shares (of the same class) is entitled to have an equal opportunity to sell his shares, or a prorata part of them, on substantially the same terms. Or in terms of the correlative duty: before a controlling stockholder may sell his shares to an outsider he must assure his fellow stockholders an equal opportunity to sell their shares, or as high a proportion of theirs as he ultimately sells of his own”.

Trata-se, no entendimento de Andrews (1965, p. 526), de investimento pautado na crença de que, com a aquisição do controle acionário, há a real possibilidade de tornar uma companhia deficitária em um negócio pujante, que gere lucros. O autor estabelece que o poder de controle sobre a administração da companhia, mesmo quando não exercido – i.e., não seja realizada nenhuma alteração na administração –, protege o controlador de eventuais alterações abruptas realizadas por terceiros. Logo, as pessoas estariam dispostas a pagar mais por tal segurança.

Andrews (1965, p. 536) também aponta que um comprador estaria disposto a pagar mais pelas ações do bloco de controle pelo simples fato de que seria mais custoso adquirir as ações de múltiplos acionistas minoritários. Enquanto a aquisição de ações do acionista controlador poderia ser concretizada em apenas poucos dias, perseguir individualmente cada acionista minoritário poderia levar semanas, além do custo de transação com cada um dos minoritários, o que justificaria, portanto, a predisposição do adquirente em efetivamente pagar um prêmio ao acionista controlador.

Logo, o autor define como “ações de controle” as ações pelas quais o adquirente estaria disposto a pagar preço acima daquele que pagaria por outras ações (ANDREWS, 1965, p. 545). Além disso, para fins de aplicação da regra de tratamento igualitário, o bloco de ações de controle seria qualquer bloco de ações que pudesse trazer consigo poder pelo qual o adquirente estivesse disposto a pagar um prêmio para obtê-lo.

Emerge, desta maneira, nos dizeres de Prado (2005, p. 61), “o embrião de uma doutrina propondo a oferta pública obrigatória *a posteriori*”. Tal doutrina, sistematizada e defendida por Andrews, acabou não sendo acolhida pelo ordenamento estadunidense, figurando apenas em julgados isolados proferidos pelos tribunais daquele país.

Todavia, a concepção de garantir tratamento igualitário aos acionistas minoritários ganhou força na Europa e foi amplamente incorporada à legislação dos principais países do continente<sup>24</sup>. Passou-se, então, a regular as operações de transferência de controle acionário com a introdução de regra de tratamento igualitário a ser conferido aos acionistas minoritários por meio de realização de oferta pública de aquisição de ações.

---

<sup>24</sup> Ver Capítulo VI sobre o tema.

## 1.2 Histórico da introdução da Oferta Pública de Aquisição de Ações no ordenamento brasileiro

### 1.2.1 Projeto de Lei nº 1.042/1972

A questão acerca da regulação das operações de transferência de controle foi inaugurada, no ambiente legislativo brasileiro, mediante apresentação, pelo Deputado Herbert Levy, do Projeto de Lei nº 1.042, de 22.11.1972. O Projeto de Lei possuía como objetivo estabelecer proteção aos acionistas minoritários, sendo proposto, por meio do art. 1º de referido projeto, que:

Art. 1º - Na transferência de controle acionário, por venda, os acionistas minoritários nas sociedades anônimas de capital aberto receberão por suas ações preço igual ao estabelecido para as ações do grupo ou grupos majoritários.

Já os parágrafos 1º e 2º de referido artigo determinavam que, caso não houvesse a aquisição da integralidade das ações de emissão da companhia, os demais acionistas deveriam receber indenização em montante a ser apurado da diferença entre o preço da cotação no dia em que tiver sido realizada a operação e o preço de compra estabelecido para a transação.

O Deputado Herbert Levy, ao apresentar o Projeto de Lei nº 1.042/1972, defendeu que se mostrava necessário “proteger o interesse do acionista minoritário nas negociações” do controle acionário, já que estavam “fora de seu conhecimento ou consentimento” e, em razão disso, muitas das vezes “deixam eles de perceber ágios avultados pagos pelas ações, como ainda são onerados com esses ágios”, já que “são amortizados em exercícios sucessivos, reduzindo a capacidade da empresa de pagar dividendos e bonificações”<sup>25</sup>.

Na Comissão de Constituição de Justiça o Projeto de Lei nº 1.042/1972 foi encaminhado para a Relatoria do Deputado Federal Célio Borja, o qual defendeu inicialmente que caberia à Comissão pronunciar-se não somente quanto à constitucionalidade, juridicidade e técnica legislativa do Projeto, mas também sobre o mérito, já que versava sobre matéria de Direito Comercial.

---

<sup>25</sup> Íntegra do Projeto de Lei nº 1.042/1972, disponível em: <[http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra;jsessionid=F25F1FEED299693E84E2D7ADBE0A7EF0.proposicoesWebExterno2?codteor=1190024&filename=Dossic+-PL+1042/1972](http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=F25F1FEED299693E84E2D7ADBE0A7EF0.proposicoesWebExterno2?codteor=1190024&filename=Dossic+-PL+1042/1972)> Acesso em: 10 mar. 2018.

Nesse aspecto, o Deputado Relator inicia seu raciocínio dispondo que a legislação em vigor, essencialmente o Decreto-Lei nº 2.627/1940, garante aos acionistas minoritários uma gama de direitos no bojo da estrutura societária<sup>26</sup>. Por outro lado, reconhece que, a despeito das garantias mencionadas, “os inúmeros problemas que ocorrem no âmbito das sociedades anônimas (...) estavam a indicar a necessidade de o legislador melhor proteger os acionistas minoritários”.

Diante de tais fatos, é exposto pelo Deputado Relator que há, em outros países, esforço empreendido por juristas e legisladores em melhor amparar os acionistas que não detêm controle das sociedades anônimas, razão pela qual o Projeto de Lei analisado estaria em linha com o movimento experimentado em outros ordenamentos. Deste modo, concluiu pela constitucionalidade e juridicidade do Projeto de Lei nº 1.042/1972, opinando por sua aprovação.

Em reunião realizada em 15 de agosto de 1973, a Comissão de Constituição e Justiça, amparada pelo relatório elaborado pelo Deputado Célio Borja, opinou unanimemente pela constitucionalidade e juridicidade do Projeto de Lei nº 1.042/1972, também pugnando pela sua aprovação. Em 23 de novembro de 1973, foi apresentada manifestação da Associação Comercial de Minas, a qual formulou sugestões de aditamento ao texto inicialmente proposto, com a finalidade de “aperfeiçoamento da norma que se pretende estatuir”<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> “O Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, lei básica das sociedades anônimas, assegura o direito de retirar-se da sociedade mediante reembolso do valor de suas ações, aos acionistas que se opuserem a determinadas deliberações, tais como a criação ou alteração de ações preferenciais; vantagens conferidas a uma ou mais classes dessas ações; criação de nova classe de ações preferenciais mais favorecidas; mudança de objeto da sociedade; incorporação ou fusão; cessação do estado de liquidação mediante reposição da sociedade em sua vida normal e transformação de qualquer sociedade em sociedade anônima ou companhia. (...) Nossa legislação garante ainda à minoria outros direitos. Com rigorismo técnico, por exemplo, enumera os direitos fundamentais dos acionistas; exige a publicidade formal para determinados atos; disciplina o direito de fiscalização; regula e permite a exibição dos livros; faculta ao dissidente detentor de um vigésimo do capital indicar um membro suplente do conselho fiscal e lhe permite ainda convocar assembleia geral”.

<sup>27</sup> A Associação Comercial de Minas apontou, essencialmente, que o Projeto de Lei não esclarecia a quem incumbia pagar os acionistas minoritários, se adquirente ou se a própria companhia. Também relata que não há clareza quanto ao prazo, a forma e a via pela qual seria garantido tal direito. Por fim, com a finalidade de afastar simulação quanto ao preço da transação, sugere que o ato seja revestido de publicidade.

O Projeto de Lei também foi objeto de sugestões pela Bolsa de Valores do Rio Grande do Sul<sup>28</sup>, do Rio de Janeiro<sup>29</sup>, assim como fortemente combatido pela Associação Brasileira das Sociedades de Capital Aberto<sup>30</sup>. Muito embora, de maneira geral, o Projeto de Lei nº 1.042/1972 tenha sido objeto de manifestações favoráveis, acabou sendo arquivado pela Mesa Diretora da Câmara dos Deputados em 08 de março de 1975.

Houve, portanto, no bojo do Projeto de Lei nº 1.042/1972, as primeiras reflexões legislativas acerca do tratamento igualitário a ser conferido aos acionistas minoritários no ordenamento jurídico brasileiro. Também deve ser destacada a necessidade de publicidade dos atos realizados, garantindo-lhes direito à informação, cujo objetivo era coibir a prática de atos abusivos ou mesmo simulados pelos acionistas majoritários ao alienar suas ações para terceiros.

### **1.2.2 O Anteprojeto e o Projeto de Lei nº 2.559/1976**

Superadas as discussões relacionadas ao projeto de relatoria do Deputado Herbert Levy, é importante adentrar o Projeto de Lei nº 2.559/1976, que resultou na promulgação da Lei das S.A., objeto central do presente estudo. O Anteprojeto, que originou o Projeto de Lei nº 2.559/1976, foi elaborado por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira e, desde a sua gênese, já era possível encontrar elementos que apontavam para a maior proteção a ser conferida aos acionistas minoritários.

---

<sup>28</sup> Além das disposições atinentes ao tratamento igualitário conferido aos acionistas minoritários nas operações de transferência de controle, a Bolsa de Valores do Rio Grande do Sul trouxe também, dentre outras, regramento acerca da definição de acionistas majoritários e minoritários para fins de aplicação da regra. Assim constou o art. 4º do texto proposto: “Para fins previstos na presente lei e na legislação em vigor, consideram-se acionistas majoritários, nas sociedades anônimas registradas em Bolsa de Valores, os que forem titulares de mais de 10% (dez por cento) das ações com direito a voto, considerando-se minoritários os que forem titulares de 10% (dez por cento) ou menos dessas ações”.

<sup>29</sup> “Aproveitando os exemplos de outras legislações, acreditamos que poderia a nova lei determinar que, no caso de que um grupo ou grupos majoritários desejasse vender suas ações, fosse convocada uma Assembleia Geral. Observe-se que esta Assembleia não seria convocada para decidir se a venda poderia ou não ser realizada, mas para que os acionistas tomassem conhecimento de que ela iria se efetivar e do preço que seria pago pelas ações”.

<sup>30</sup> O Projeto de Lei nº 1.042/1972 sofreu fortes críticas da ABRASCA, ao apontá-lo como “absolutamente inadequado”, de modo que “o projeto quebra a estrutura das sociedades anônimas, pois impõe restrições à circulação das ações”. Ainda estabelece que “o adquirente só pode pagar o preço da ação e jamais pagar uma indenização por aquilo que ele não recebe”, uma vez que “é inerente à natureza de ações controladoras, terem elas valor superior ao do mercado ou mesmo ao resultante da divisão do patrimônio líquido”.

Os autores do Anteprojeto relatam que, desde o início da década de 1970, tornou-se evidente que o ordenamento em vigor até então (Decreto-Lei nº 2.627/40) já não era mais capaz de amparar os anseios da sociedade que se apresentava (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 136). Isso se deve, nesse caso, ao referido diploma, cujo fundamento estava voltado para a sociedade anônima fechada, que, por sua vez, já não oferecia ao empresário brasileiro as ferramentas necessárias para o desenvolvimento de suas atividades na “nova dimensão da economia brasileira”<sup>31</sup>.

Era demandada pelo mercado nacional a criação de estruturas que pudessem viabilizar o incremento das formas de financiamento das companhias, notadamente com maior acesso ao capital de terceiros via desenvolvimento do mercado primário de ações. O Decreto-Lei nº 2.627/40, nos dizeres dos autores do Anteprojeto (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 137):

Fora concebido para companhias pequenas e médias, e a macroempresa moderna, com capital de risco formado por contribuições de milhares ou milhões de investidores do mercado, apresentava aspectos e problemas inteiramente diferentes, em termos de distribuição do poder na companhia, dos papéis desempenhados pelos acionistas e administradores, e da responsabilidade social da companhia e dos seus controladores e administradores.

Ainda diante deste cenário, mesmo associando capitais estrangeiros aos empreendimentos nacionais, os empresários ressentiam a ausência de mecanismos “universalmente adotados” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 138) para reger a relação entre as partes, especialmente na constituição de *joint-ventures* entre companhias nacionais e estrangeiras.

Investidores institucionais, por sua parte, clamavam por maior eficiência e amplitude nas informações a serem obrigatoriamente prestadas ao mercado pelas companhias, para que pudessem pautar a tomada de suas decisões baseando-se em informações mais balizadas. O “boom” especulativo de 1971<sup>32</sup> também contribuiu para a difusão da ideia de “aumentar a

---

<sup>31</sup> Os autores do Anteprojeto trazem dados interessantes sobre as mudanças experimentadas pelo país nos 30 anos de vigência do Decreto-Lei nº 2.627/40: “Nos 30 anos de vigência da lei das sociedades por ações de 1940, a população brasileira aumentara de 41,2 milhões para 93,2 milhões (126%); o Produto Interno Bruto crescera 8 vezes, e o País se urbanizara (a população urbana e suburbana crescera de 31% para 57% do total) e industrializara (entre 1947 a 1970 o produto real aumentara de 6,3 vezes na indústria e nos transportes e comunicações, enquanto que apenas 2,7 vezes na agricultura)” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 136).

<sup>32</sup> Em 1971, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, movida por intenso movimento especulativo decorrente dos incentivos conferidos ao Mercado de Capitais (essencialmente a partir da edição da Lei nº 4.728/65), alcançou ponto máximo de negociação no mês de julho e, diante do início da queda do valor dos papéis negociados,

proteção legal dos minoritários e do público investidor, mediante reforma da Lei das S.A.” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 136), o que deveria ser implementado via elaboração de nova lei societária.

Houve, inicialmente, em 1971, iniciativa do IPEA (Instituto de Planejamento Econômico e Social), órgão sujeito ao Ministério do Planejamento, de promover a elaboração de anteprojeto para reforma da lei das sociedades anônimas. Para tanto, encomendou trabalho da lavra de Alfredo Lamy Filho. Ocorre que, tendo em vista que havia dedicação governamental para a elaboração de novo Código Civil, foi compreendido pelo Ministério da Justiça que a reforma da lei societária estava afeita ao código que se discutia, cujo escopo primordial seria a unificação de toda a matéria atinente ao direito privado (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 139).

Contudo, tal situação não durou muito tempo. Já no Governo de Ernesto Geisel, o anteprojeto de Código Civil foi republicado em 1º de junho de 1974, de modo que foi esclarecido na Exposição de Motivos editada pelo Conselho de Desenvolvimento Econômico, aprovada pelo Presidente da República, o destaque do regime das sociedades por ações, que deveria ser regido por lei especial<sup>33</sup>.

---

associado à constante entrada de novos papéis em circulação e negociação, houve corrida pela alienação dos títulos para realizar os ganhos até então observados, com enorme oferta de papéis, formando-se assim o “boom de 1971” da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, que acabou por deprimir o mercado de capitais brasileiro por anos.

<sup>33</sup> Além de determinar o destaque da matéria, a Exposição de Motivos trouxe ainda diretrizes a serem atendidas quando da elaboração do anteprojeto: “A) A lei deverá regular de modo mais pormenorizado apenas os aspectos fundamentais do relacionamento entre as diversas partes com interesses em causa (a própria empresa, os seus controladores, administradores, acionistas e credores, e o Estado representando a sociedade em geral), não descendo, porém, a minúcias que possam representar cerceamento da iniciativa empresarial ou da ação orientadora, conjuntural, das autoridades monetárias; B) A lei deverá permanecer uma apenas, para quaisquer sociedades anônimas, mas contendo dispositivos que regulem especificamente o caso das sociedades abertas, captadoras de recursos do público, abrangendo especialmente: - definição estrita do objeto da sociedade; - fortalecimento das normas de divulgação dos resultados (“disclosure”); - regulação do grupo societário e participações recíprocas, de forma a possibilitar o esclarecimento de posição e defesa de direitos por parte do acionista minoritário; - regulação do sistema de administração colegiada (com um conselho eleito pela Assembleia, o qual, por sua vez, nomeia a diretoria; - reforço da autoridade pública (Banco Central) na fiscalização das sociedades; - supressão do Conselho Fiscal, substituindo-o pela auditoria externa obrigatória; - fixação de um capital mínimo pelas autoridades monetárias, para possibilitar futuras atualizações, sem o qual não seria admissível a captação de recursos junto ao público; - regulamentação das condições de retirada da Bolsa; C) A lei deverá tornar obrigatória, sem que houver lucro (em termos reais, ou seja, já considerados em sua determinação os efeitos da inflação, enquanto esta subsistir) a distribuição de parte dele como dividendo, para dar ao investidor o direito de decidir quanto à forma de reinversão dos ganhos. Por esse caminho, seriam melhoradas as condições de estabilidade do próprio mercado, pela maior segurança, para o público, de participação efetiva nos resultados das empresas, sem a dependência (hoje quase absoluta) das condições de liquidez do mercado e das flutuações das cotações; como forma de transição, estabelecer-se-ia a sistemática de dois parâmetros simultâneos: um relacionamento com o lucro real de cada exercício (em percentual a ser estabelecido, com margens de segurança que impeçam qualquer possibilidade de descapitalização da empresa), e outro como um dividendo mínimo de 6% anuais, cumulativos, sobre o valor do capital. A obrigatoriedade de pagamento em dinheiro incidiria sobre o valor mais alto; D) A lei conservará o instituto da ação ao portador,

Já em agosto de 1974 foi constituído grupo de trabalho, pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento, o qual ficou responsável pela elaboração concomitante do Anteprojeto da Lei das S.A. e de anteprojeto sobre mercado de valores mobiliários e criação da Comissão de Valores Mobiliários. O Anteprojeto da Lei das S.A. foi entregue ao Ministro da Fazenda por ofício enviado em 18 de abril de 1975, sendo nele expostos, dentre outros, os seguintes objetivos a serem alcançados com a edição de nova lei para as sociedades anônimas:

- a) Criação de modelo adequado à organização da “*grande empresa privada*”;
- b) Definição do modelo de companhias abertas, com o intuito de trazer mais confiabilidade ao investidor;
- c) Aperfeiçoamento de modelo de sociedades anônimas a ser adotado por pequenas e médias empresas, dando-lhes flexibilidade para que se associem em empreendimentos comuns (“*joint ventures*”);
- d) Criação de maior número de títulos e valores mobiliários passíveis de serem emitidos como instrumentos de capitalização;
- e) Definição dos deveres e responsabilidades dos administradores e acionistas controladores das companhias;
- f) Regulação de “fenômenos novos e importantes”, como grupos societários, assim como práticas mercantis inéditas, como oferta pública de aquisição de controle.

---

já consagrado entre nós, mas apenas para os títulos de poupança, vedando-se a ela o exercício do direito de voto, de modo que sejam necessariamente identificáveis os detentores (nacionais ou estrangeiros) do controle das empresas; E) A lei estabelecerá mecanismos que impeçam que cada ação do majoritário possua um valor potencial muito superior ao de cada ação do minoritário; para tanto a lei deve prever um sistema de oferta pública para as transações que envolvam uma parcela substantiva de transferência do capital votante, de modo a assegurar igualdade de acesso aos minoritários; G) A lei facultará ao Conselho Monetário Nacional permitir (dentro dos critérios que estabelecer) que as sociedades anônimas negociem com suas próprias ações”.



O Anteprojeto, assim, foi disponibilizado à imprensa em julho de 1975 e amplamente divulgado, sendo objeto de severo debate e discussão pública<sup>34</sup>. Após as manifestações de inúmeras entidades representativas<sup>35</sup>, uma nova versão do Anteprojeto foi submetida ao Ministro da Fazenda no início de 1976, e por este retransmitido ao Presidente da República em 24 de junho de 1976.

O envio do Anteprojeto ao Congresso Nacional foi acompanhado de exposição que contou com a justificativa da lavra de seus autores, na qual puderam apresentar, por capítulos, as principais inovações contidas no texto legal proposto. No que é pertinente ao presente trabalho, passemos a analisar as premissas adotadas pelos autores do Anteprojeto e o regramento proposto às operações de transferência de controle de companhia aberta.

Inicialmente, os autores do Anteprojeto apontam que as seguintes premissas foram adotadas para o regramento da matéria:

- a) “toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram”; ainda, o valor do controle decorreria do “poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas”;
- b) A transferência do controle acionário, segundo os autores do Anteprojeto, independentemente do preço de negociação das ações, não causaria, a princípio, “agravo a direito de minoritário”;

---

<sup>34</sup> Os autores do Anteprojeto apontam que, para fins de instruir e orientar as discussões que se avultavam em torno do texto sugerido, publicaram uma série de artigos no *Jornal do Brasil*, os quais englobavam os principais pontos de debate. Tais artigos, compilados em obra a respeito da elaboração da Lei das S.A. (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1992), foram assim intitulados: “Criação do quadro institucional da grande empresa privada”; “A estrutura jurídica da grande empresa privada”; “Criação do mercado primário de ações e reforma cultural”; “Direito de voto e ações ao portador”; e “Dividendo obrigatório”.

<sup>35</sup> Foram recebidas, dentre outras, manifestações das Confederações Nacionais do Comércio, da Indústria e do Clube de Diretores Lojistas; das Federações de Comércio do Estado de São Paulo e do Estado de Minas Gerais; das Federações das Indústrias dos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Bahia; da ANBID (Associação Nacional de Bancos de Investimento e Desenvolvimento); da ABAMEC (Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais); da ABRASCA (Associação Brasileira das Sociedades de Capital Aberto); da ACREFI (Associação das Empresas de Investimento, Crédito e Financiamento); do Instituto Brasileiro de Siderurgia; do Instituto Brasileiro dos Auditores Independentes do Brasil; e Conselho Federal de Economia. Além das associações, também tiveram a oportunidade de apreciar o Anteprojeto juristas, professores, advogados, mídia especializada e demais interessados em quase dez meses em que o Anteprojeto permaneceu disponível e aberto às discussões públicas.

- c) As experiências vividas até então com a venda de controle de instituições financeiras não deveriam ser tomadas como padrão para as normas gerais a serem construídas;
- d) O Anteprojeto havia reconhecido a figura do acionista controlador e o poder ostentado por ele, atribuindo-lhe deveres e responsabilidades próprias, não aplicáveis aos acionistas minoritários; assim, seria “incoerente se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico”.

Apresentadas as premissas, fixou-se o regramento da matéria, objetivamente, nos seguintes termos:

- a) Necessidade de imediata divulgação ao mercado das operações de alienação de controle de companhia aberta;
- b) Para as companhias abertas que dependam de autorização governamental para funcionar, a alienação do controle também segue o mesmo procedimento;
- c) A aquisição, por companhia aberta, do controle de outras companhias dependerá de aprovação dos acionistas em Assembleia Geral nos casos em que (i) a aquisição constituir investimento relevante; ou (ii) exceder “uma vez e meia os critérios usuais de avaliação das ações”. Nesta última hipótese, é garantido ao acionista dissidente o direito de retirada mediante o reembolso do valor de suas ações.

Ou seja, o Anteprojeto não contemplava o tratamento igualitário aos acionistas minoritários em caso de alienação de controle acionário, defendendo-se que deve, sim, ser atribuído um valor excedente às ações que compõem o bloco de controle, haja vista o reconhecimento de deveres e responsabilidades atinentes ao acionista controlador. Seria, assim, o prêmio pelo controle: uma espécie de remuneração das incumbências atribuídas ao acionista controlador, à qual os acionistas minoritários não estariam legitimados a aproveitá-la.

Em 7 de agosto de 1976, nos termos expostos acima, o Anteprojeto foi recebido pela Câmara dos Deputados, tornando-se o Projeto de Lei nº 2.559/76. Ainda na mesma Casa Legislativa, o texto ganhou emenda de autoria do deputado Alberto Hoffman, que estipulava o tratamento igualitário aos acionistas minoritários (PENTEADO, 1989, p. 54). A Emenda nº 201, da lavra do parlamentar mencionado, propôs nova redação ao então art. 255, bem como a introdução dos parágrafos 2º, 3º e 4º, propondo-lhes a seguinte redação:

Art. 255 A alienação do controle de companhia aberta ou de companhia fechada com registro na bolsa até dois anos antes da transação deverá ser comunicada, dentro de 24 (vinte e quatro) horas de sua contratação, à Comissão de Valores Mobiliários e à bolsa de valores em que suas ações forem negociadas, e divulgada pela imprensa, com a identificação do comprador.

§ 2º Fica assegurado aos acionistas não integrantes do grupo majoritário alienante do controle acionário, seja de companhia aberta ou fechada, ressalvadas as que, incluídas na última hipótese, não se adequem à condição fixada no “caput” deste artigo, o direito de receberem por suas ações, uma vez manifestado seu propósito de vendê-las, preço equivalente à média dos valores ajustados para o bloco ou blocos de ações pertencentes ao grupo ou grupos de acionistas majoritários alienantes do controle acionário.

§ 3º Para efeito do exercício do direito assegurado no parágrafo anterior a publicação nesse dispositivo referida será feita pelo menos 3 (três) vezes em jornal de grande circulação do local da sede da companhia cujo controle esteja sendo alienado e na capital da Unidade Federativa respectiva, com a fixação do prazo de 30 (trinta) dias para a manifestação dos acionistas minoritários interessados na alienação de suas ações.

§ 4º A inobservância do disposto nos parágrafos anteriores implicará a nulidade dos atos de alienação do controle acionário praticados pelo grupo ou grupos majoritários.

Em justificativa, Alberto Hoffman defendeu que os “altos ágios pagos aos cedentes do controle” acabam por penalizar os demais acionistas da companhia, já que acabariam por ser amortizados pelo adquirente nos exercícios posteriores, o que culminaria em redução da capacidade de investimento da companhia, além de prejudicar a distribuição de dividendos e bonificações. Ainda, tais ágios representariam, em verdade, ativos intangíveis da própria companhia e deveriam ser usufruídos por todos os acionistas, vedando-se a apropriação exclusiva pelos acionistas controladores alienantes do controle acionário.

Também vale mencionar que a Emenda nº 202, proposta pelo deputado Cunha Bueno, por meio da qual é sugerido mecanismo capaz de garantir a todos os acionistas os benefícios auferidos em operações de alienação de controle. Para tanto, Bueno apresentou a redação reproduzida abaixo:

Art. 255 A alienação de controle de companhia aberta, obedecido o disposto neste artigo, deverá ser comunicada, dentro de vinte e quatro horas de sua contratação, à Comissão de Valores Mobiliários e à Bolsa de Valores em que suas ações forem negociadas, e divulgada pela imprensa, com a identificação do comprador.

§ 1º Considera-se contratada a alienação quando firmado instrumento que obrigue as partes contratantes, ainda que subordinada à aprovação da Assembleia Geral da compradora.

§ 2º A alienação de controle de companhia aberta, só se ultimarás após oferta pública feita pelo adquirente, na Bolsa de Valores em que as ações em questão forem negociadas, estando sujeita à prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 3º Uma vez feita a oferta pública, todos os interessados em alienar suas ações declararás à Bolsa de Valores a quantidade que quiserem dispor. Findo o prazo da oferta, a Bolsa de Valores Comunicará o resultado ao ofertante e, mediante publicação na imprensa, aos aceitantes.

§ 4º Se o número de ações ultrapassar o máximo, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento de oferta.

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários expedirá normas regulatórias do procedimento.

Destaca-se, na proposta de emenda reproduzida acima, que a oferta pública deverá apresentar não só o preço a ser pago, mas também a quantidade de ações objeto da oferta. Todavia, não resta claro quais seriam os parâmetros de tal limitação, sendo somente esclarecido que caberia à Bolsa de Valores realizar o “rateio proporcional entre os ofertantes”.

Já a Emenda nº 204, apresentada pelo deputado Joel Ferreira, vai além das demais apresentadas anteriormente e acrescenta regras procedimentais a serem atendidas pelo adquirente<sup>36</sup>. O texto foi proposto sob a justificativa de conferir equidade na “apropriação

---

<sup>36</sup> “Art. ... Na venda particular de ações que acarretam a transferência do controle acionário, os acionistas não controladores receberás, por suas ações da mesma categoria, desde que manifestem o propósito irrevogável de vendê-las, preço igual ao estabelecido para as ações transacionadas pelas pessoas físicas e jurídicas controladoras.

Art. ... Em ocorrendo a hipótese prevista no artigo acima, os acionistas titulares de ações da categoria não incluída naquela venda particular, terão o direito de recesso, consoante os critérios do § 1º do art. 45.

Art. ... Para fins e efeitos dos artigos supra, os acionistas controladores, ao convencionarem o negócio de venda de suas ações, seja diretamente da sociedade controlada, ou indiretamente das ações ou quotas das sociedades de participação que as detém, estipularás com os compradores, a extensão das cláusulas e condições de preço e pagamento a favor dos demais titulares de ações da mesma categoria.

Art. ... A estipulação a favor dos acionistas não controladores obedecerás ao disposto nos artigos 1098 e 1099 do Código Civil Brasileiro, tendo caráter irrevogável para os compradores das ações, na sua qualidade de devedores, não sendo, outrossim, permitido aos acionistas controladores, na qualidade de estipulantes, inovar a estipulação, sob qualquer forma, modalidade ou pretexto.

Art. ... O pacto estipulatório será declarado por carta dirigida à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores se as ações são ali negociadas, nele se contendo:

a) – notícia da transferência do controle, com data da celebração dos contratos respectivos;

do ágio” nas operações de alienação de controle acionário das companhias. Em linha semelhante seguiu a proposta de Emenda nº 232, da lavra do deputado Herbert Levy, quem buscou resgatar a redação proposta anteriormente por ele próprio ao abrigo do Projeto de Lei nº 1.042/1972.

A Emenda nº 232 prevaleceu e, no Senado Federal, conforme publicado no Diário do Congresso Nacional em 28 de outubro de 1976, por meio de proposta de Emenda nº 14, encaminhada pelo senador Otto Cirillo Lehman, a proposta acerca do tratamento igualitário foi ampliada, tomando os contornos conhecidos como a Emenda Lehman. Como lembra Munhoz (2014, p. 206), o *caput* do art. 254 por dita emenda condiciona a alienação de controle de companhia aberta à autorização da Comissão de Valores Mobiliários e, nos termos do § 1º de referido artigo, atribui à CVM a incumbência de zelar para que seja conferido tratamento igualitário os demais acionistas, por meio de realização de oferta pública de aquisição de ações pelo adquirente. Eis o texto oferecido por Lehman:

Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

- 
- b) – relação dos vendedores estipulantes e dos compradores-devedores, com a respectiva quantidade de ações transacionadas;
  - c) – valor e condições de pagamento das ações transacionadas;
  - d) – prazo para o exercício da opção de vendas pelos acionistas, que será, no mínimo de 60 (sessenta) dias e, no máximo, de 120 (cento e vinte) dias;
  - e) – locais para o exercício desse direito irrevogável da opção de venda;
  - f) – locais para o pagamento do valor das ações vendidas;
  - g) – outras informações e documentos suplementares que forem exigidos, em cada caso, pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. ... Para os efeitos desta lei, o conjunto de ações representativas do capital das sociedades anônimas constitui uma comunhão de interesses.

Art. ... A representação dos direitos e interesses comuns dos acionistas, previstos nesta lei, competirá à Comissão de Valores Mobiliários, que a poderá delegar à Bolsa de Valores da praça onde for sediada a sociedade emissora, ou a qualquer outra entidade, de sua livre escolha.

Art. ... Tanto os estipulantes, como os representantes da comunhão de interesses dos acionistas, bem ainda qualquer acionista individualmente, podem exigir o cumprimento da estipulação e requerer a nulidade dos negócios efetuados com inobservância dos dispositivos contidos neste capítulo.

Parágrafo único – As (sic) decisões judiciais e administrativas que daí decorrerem, ainda que individualmente provocadas, aproveitarão à sociedade e aos acionistas, no que respeita aos direitos previstos neste capítulo.

Art. ... Edital contendo a cláusula de estipulação a favor dos acionistas não controladores, no seu inteiro teor, deverá ser publicada, em conjunto, pelos vendedores-estipulantes e compradores-devedores, por 5 (cinco) dias consecutivos, em jornal de grande circulação na Capital do Estado em que tenha sede a sociedade emissora, sem embargo da ampla divulgação que, a respeito, deverão proceder as Bolsas de Valores do país e demais instituições do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários.

Art. ... O descumprimento dos dispositivos e formalidades previstos neste capítulo acarretará a nulidade dos negócios referentes à transferência de controle acionário e dos atos societários que decorrem da transação.

Art. ... Parágrafo único – Na ação judicial respectiva, poderá o Juiz determinar, liminarmente, a suspensão do arquivamento, pelo Registro do Comércio, dos atos societários presumivelmente consequentes aos negócios de compra e venda, cuja nulidade é requerida. (...)

§ 1º. A CVM 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 de oferta pública.

§ 3º. Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa a alienação de controle de companhia aberta.

Lehman, na justificação que acompanhou a emenda acima reproduzida, reconhece que há duas correntes claras sobre o tema: a primeira, que confere ao acionista controlador o ágio, já que não consistiria em simples alienação de ações, e sim o controle político da companhia; e a segunda, que busca conferir a todos os acionistas o benefício econômico auferido na alienação de controle da companhia. E, reconhecendo-se tal benefício como um “intangível da companhia”, este pertenceria a todos os acionistas.

Devolvido o Projeto de Lei nº 2.559/1976 à Câmara dos Deputados, com o total de 42 Emendas, a Comissão de Constituição e Justiça exarou parecer favorável à totalidade das Emendas oriundas do Senado Federal<sup>37</sup>.

### **1.2.3 Sanção e promulgação da Lei nº 6.404/1976**

O Projeto de Lei nº 2.559/1976, aprovado pelo Congresso Nacional, foi encaminhado para a sanção do Presidente da República por meio da Mensagem nº 16, de 25 de novembro de 1976. Nesta ocasião, foi enviada mensagem dos autores do Anteprojeto ao Ministro da Fazenda, por meio da qual apresentaram as razões pelas quais entendiam que “algumas alterações introduzidas no projeto que, se mantidas, poderão frustrar as finalidades que inspiraram sua elaboração, ou deformá-lo em pontos de importância” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDERIRA, 1992, p. 277).

---

<sup>37</sup> Conforme relatório elaborado pelo Deputado João Clímaco: “(...) O projeto, aqui amplamente analisado e debatido de sua primeira tramitação, foi, através de emendas, aperfeiçoado e assim encaminhado à Câmara Alta para apreciação. Entretanto, consideraram os parlamentares componentes do Senado necessitar a proposição de modificações outras, buscando reforçar o aperfeiçoamento já iniciado. Tal posição resultou na aprovação das 42 emendas, sobre as quais deve a Câmara dos Deputados se manifestar, seja pela aprovação, seja pela rejeição. Analisando o conteúdo de cada uma delas, e comparadas com o texto da proposição original e o da redação final oferecido pela Câmara dos Deputados, ficou-nos a convicção de que as sugestões em muito melhoram o texto do projeto, tornando mais racional a sua aplicação quando transformado em lei. (...) Em razão do exposto, opinamos sejam, sem exceção, aprovadas nesta Comissão”.

No entender dos autores do Anteprojeto, dentre as mais de quatrocentas emendas propostas ao Projeto de Lei nº 2.559/1976, a mais importante é a alteração atinente à regra de operação de alienação de controle de companhia aberta. Embora o objetivo de tal emenda seja “dos mais louváveis”, Lamy Filho e Bulhões Pedreira esclarecem que o Anteprojeto já havia endereçado o problema cuja a emenda pretende combater, seja qual for, aquele enfrentado anteriormente no processo de concentração das instituições financeiras no país, em que as ações de controle de determinado banco eram adquiridas por valores muito superiores às demais ações, seguida de incorporação da instituição financeira adquirida.

Para tanto, apontam que o art. 255 do Anteprojeto já submetia as operações de transferência de controle de instituições financeiras ao crivo do Banco Central, impondo-lhe o dever de zelar pelo tratamento equitativo aos acionistas minoritários, inclusive com a possibilidade de realização de oferta pública de aquisição de ações detidos por tais acionistas. Tais atribuições autorizam, caso a caso, a aplicação de medidas em defesa dos interesses de acionistas minoritários de instituições financeiras, alinhadas aos direitos dos acionistas controladores e ao justo processo de concentração acionário do setor.

Além disso, o art. 263 exige a aprovação dos acionistas da parte compradora, em Assembleia Geral, da operação de aquisição de controle de companhia diversa, garantindo-se direito de retirada aos acionistas dissidentes. Lamy Filho e Bulhões Pedreira compreendem que “a publicidade resultante da deliberação”, somada ao “ônus financeiro do reembolso das ações dos dissidentes” já seriam elementos suficientes para desencorajar operações que não tivessem robusto fundamento econômico ou, ao menos, considerassem os interesses dos demais acionistas sujeitos à operação.

Por fim, apontam que, em caso de incorporação, o patrimônio de ambas as sociedades seria apurado em bases de mercado, o que conservaria o valor do intangível não contabilmente registrado, bem como o valor agregado às ações dos acionistas minoritários da sociedade incorporada (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1992, p. 278). Sendo assim, a Emenda Lehman, ao invés de combater os abusos verificados anteriormente no país quando da concentração bancária, acabaria por criar um “novo direito dos acionistas de companhias abertas, incompatível com a natureza da sociedade anônima”.

Em suma, os autores do Anteprojeto defenderam, naquele momento, que a alteração contida na Emenda Lehman feriria a livre iniciativa e desestimularia a abertura de capital, já que a consequência imediata seria a perda, pelos acionistas, da “livre disponibilidade das suas ações”, o que colidiria com a finalidade da lei em incrementar e ampliar o mercado de

capitais nacional. Todavia, a despeito das alegações lançadas por Lamy Filho e Bulhões Pedreira, o Projeto de Lei nº 2.559/1976 foi sancionado pelo Presidente da República sem nenhum veto, convertendo-se na Lei nº 6.404/1976, publicada no Diário Oficial de 17 de dezembro de 1976.

#### **1.2.4 A Resolução CMN nº 401/1976**

Outro ponto relevante a ser analisado, nessa toada, é a regulação do mercado de capitais. O Conselho Monetário Nacional, nos termos da Lei nº 6.385/76, assumiu competência para, dentre outros temas:

- a) definir políticas a serem observadas na organização e no funcionamento do mercado brasileiro de valores mobiliários (art. 3º, I);
- b) regular a utilização de crédito no mercado de valores mobiliários (art. 3º, II);
- c) fixar orientação geral a ser observada pela CVM (art. 3º, III); e
- d) definir quais atividades deveriam ser exercidas pela CVM em coordenação com o Banco Central do Brasil (art. 3º, IV).

Adicional e especificamente em relação ao tema do presente trabalho, coube ao Conselho Monetário Nacional, legitimado pela Lei das S.A., estabelecer normas sobre a oferta pública de aquisição de ações prevista no art. 254 de referido diploma. Conforme apontado por Pereira (1995, p. 182), o CMN, pressionado pelas entidades que se opuseram à inclusão do art. 254 à Lei das S.A., acabou por editar, poucos dias após a promulgação da lei societária, resolução versando sobre o tema.

Lucca e Najjarian (2011, p. 586) lembram que, diante da competência atribuída ao CMN e do cenário exposto, o primeiro texto infralegal a versar sobre a matéria foi a Resolução CMN nº 401/1976, que trouxe à disciplina algumas definições que não haviam sido devidamente contempladas pela norma legal recém-promulgada.

Para fins do presente estudo, vale destacar e analisar dois conceitos que foram introduzidos pela Resolução CMN e que dialogam diretamente com o tema proposto, sendo



estes: o alcance da OPA prevista no art. 254 e a definição de acionista minoritário. Em relação ao primeiro deles, a Resolução delimitou que o acionista minoritário a ser tutelado nas operações de alienação de controle “*é o titular de ações ordinárias*” (CANTIDIANO, 1985, p. 59). A Resolução CMN, mais precisamente, determinou que OPA deveria ser lançada tão somente em direção aos acionistas titulares de ações com direito a voto, impondo-se restrição que sequer decorre da lei, durante mais de vinte e um anos<sup>38</sup>.

Ainda, a Resolução CMN trazia redação expressa em relação à caracterização de controle minoritário para fins de aplicação da regra contida no vigente art. 254. Desse modo, assim estipulava o item IV da Resolução CMN:

IV - Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia.

Conforme destacado por Prado (2005, p. 137), a efetividade do exercício do controle minoritário deveria ser verificada, objetivamente, a partir das três últimas assembleias gerais realizadas pela companhia, extraindo-se de suas atas se o alienante teria ou não preponderado nas deliberações tomadas. O mesmo entendimento foi incorporado pela Superintendência Jurídica da CVM, a qual estipulou, por meio do Parecer CVM/SJU n. 039, de 16 de março de 1979, que “para efeito de caracterização do controlador na forma do item IV da Resolução n. 401 do CMN, torna-se necessário o exame das três últimas atas da Assembleia Geral de acionistas da companhia emissora”.

Carvalhosa (1979, p. 144), ao versar sobre a Resolução CMN, compreende que não decorre do texto proposto um critério temporal absoluto, uma vez que não é estabelecido, por exemplo, a preponderância nos últimos três exercícios sociais. Deste modo, conforme salientado pelo jurista:

---

<sup>38</sup> De acordo com Parente (2016, p. 439): “Note-se que, diferente da atual redação do art. 254-A, o revogado art. 254 da Lei 6.404/1976 não fazia qualquer distinção entre acionistas com direito de voto ou sem. A OPA por alienação de controle, portanto, deveria ser destinada à totalidade dos acionistas da companhia, independente de poder de voto. Contudo, em decorrência de influência das empresas atingidas pela nova regra da lei, apenas uma semana após a entrada em vigor, o Conselho Monetário Nacional editou a Res. CMN 401/1976, responsável por regulamentar o art. 254, extrapolando as disposições legais ao restringir a aplicação da lei, limitando o direito de tag-along somente aos acionistas minoritários com direito a voto, tendo esta prescrição perdurado por mais 21 anos”.

(...) numa companhia conturbada, inclusive por tentativas de assunção de controle, podem ocorrer, num mesmo exercício social e até num curto espaço de tempo, diversas Assembleias Gerais. Neste caso, o grupo que obtiver a aglutinação dos votos para o efeito de decidir as matérias da pauta será considerado controlador.

Em sentido semelhante, aponta que, nos termos da Resolução CMN, bastaria que o acionista alienante não participasse de uma das três últimas Assembleias Gerais da companhia para que não restasse caracterizada a hipótese legal de realização mandatória de OPA por alienação de controle (CARVALHOSA, 1979, p. 145). Ou seja, ainda que a Resolução tivesse como escopo a melhor caracterização do poder de controle minoritário, a regra proposta era passível, como enumerado pela doutrina, de ser evadida por meio de comportamentos que poderiam ser assumidos em momento pré-negocial da alienação de controle.

O raciocínio encaminhado por Carvalhosa é complementado por Pereira (1995, p. 195), ao defender que, ainda que determinado acionista tenha obtido a maioria dos votos nas últimas três Assembleias Gerais realizadas pela companhia, pode não haver controle no caso concreto. Essa supremacia, segundo o autor, pode ter sido “radicalmente eventual” e “sobre questões não decisivas para a vida da empresa” (PEREIRA, 1995, p. 195).

E, *contrario sensu*, poderia haver ocasião em que há controle minoritário estruturado que não tenha preponderado nas últimas três Assembleias Gerais por abstenção de dito acionista. Em tais casos, Pereira (1995, p. 195) defende que “a alienação dessa posição não deveria escapar aos rigores do tratamento igualitário”.

A Resolução CMN foi integralmente revogada em 21 de janeiro de 2002, por meio da Resolução CMN nº 2.927/2002.

### **1.2.5 Considerações sobre o histórico apresentado**

Conforme se apreende, houve no país intenso embate em torno do tema quando da tramitação do Projeto de Lei que resultou na promulgação da Lei das S.A.. É interessante notar que Lamy Filho e Bulhões Pedreira não contemplavam o tratamento igualitário no Anteprojeto apresentado por eles. E, indo ainda além, persuadiram pelo veto presidencial ao então art. 254, o que não acabou não ocorrendo, sendo inaugurado no Brasil o tratamento igualitário aos acionistas minoritários nas operações de alienação de controle acionário.

A resposta à positivação do instituto foi veloz, limitando-se, por meio da Resolução CMN, a OPA aos acionistas com direito a voto. Dita limitação, levando-se em consideração a possibilidade de emissão de ações preferenciais em até 2/3 do total das ações emitidas<sup>39</sup>, limitou substancialmente a abrangência do *tag along* brasileiro.

Nota-se, portanto, que a disciplina, desde sua gênese no Brasil, é controversa e conflituosa, já que possui dimensão econômica bastante relevante e influencia diretamente no mercado de controle acionário nacional. Noutra ponta, a Resolução CMN também versou sobre controle minoritário e trouxe consigo balizas para a sua caracterização, as quais, embora padecessem de imprecisão quanto ao critério temporal (CARVALHOSA, 1979, p. 144), não deixavam de representar parâmetros mais firmes para a verificação no caso concreto.

---

<sup>39</sup> O patamar de 2/3 foi reduzido para 50% por meio da Lei nº 10.303/2001.

## CAPÍTULO II - A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES

### 2.1 Definição e finalidade da oferta pública de aquisição de ações

O procedimento de oferta pública de aquisição de ações (OPA) visa, segundo Carvalhosa e Kuyven, em primeiro plano, garantir a possibilidade de que determinada pessoa, de maneira voluntária ou compulsória, ofereça a todos os acionistas de determinada classe e espécie de ações de uma companhia a possibilidade de alienarem suas ações, de modo que tal oportunidade ocorra simultaneamente e pelo mesmo preço para todos os acionistas titulares de ações de dita classe e espécie<sup>40</sup>.

Nesse contexto, Franco (2008, pp. 16-17) delimita que:

A OPA nada mais é do que a operação em que se revela publicamente aos acionistas de uma companhia aberta a intenção de comprar parte ou todas as ações, por um determinado preço (no mais das vezes superior à cotação atual), com a finalidade de assumir ou reforçar o controle sobre a sociedade alvo da oferta.

A OPA, instituto que não decorre naturalmente da estrutura social das companhias, foi criada com o propósito de garantir aos acionistas não controladores a participação na mais valia quando ocorrida a alienação do controle da companhia (GUERREIRO, 2009, p. 208).

Trata-se, assim, de preocupação em tutelar direitos de acionistas não controladores em cenário de alienação de controle acionário. Como ensina Cerezetti (2013, p. 961), a OPA, enquanto meio de assegurar aos acionistas minoritários parte do prêmio observado pelo acionista controlador, representa também meio de saída aos acionistas não controladores caso não tenham interesse em permanecer vinculados à companhia com controlador diverso<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> “(...) o procedimento de oferta pública visa a assegurar que qualquer pessoa que pretenda, ou esteja obrigada, a adquirir quantidade substancial de ações emitidas por uma companhia somente possa fazê-lo caso ofereça a todos os acionistas titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA a oportunidade de venderem as suas ações, simultaneamente e ao mesmo preço” (CARVALHOSA; KUYVEN, 2016, p. 651).

<sup>41</sup> “The requirement of compulsory tender offers satisfies two goals. The first is the distribution of part of the controlling premium to the minority shareholders, and the second is to provide an opportunity for investors to exit in the event that the control shift is not desirable to them” (CEREZETTI, 2013, p. 961) Tradução livre: “O requerimento de oferta pública compulsória satisfaz duas finalidades. A primeira é a distribuição de parte do

## 2.2 Natureza Jurídica da oferta pública de aquisição de ações

A OPA é declaração unilateral de vontade destinada a um grupo de pessoas, e não toda e qualquer, que podem ser identificadas como acionistas de determinada companhia aberta com poder de voto que não detém o poder de controle. Carvalhosa (1979, p. 19), já nos idos da década de 1970, apontava para a natureza de proposta irrevogável do instituto, configurando-se declaração unilateral de vontade, destinada a um grupo de pessoas determináveis<sup>42</sup>.

Penna (2012, p. 171) acrescenta que, independentemente da modalidade tratada, a OPA é proposta realizada fora da bolsa de valores e de balcões organizados<sup>43</sup>, “pela qual o ofertante se obriga a comprar ações de emissão da companhia objeto”. Na qualidade de espécie do gênero proposta, a OPA deverá conter os elementos essenciais para a formação do contrato de compra e venda decorrente da oferta. Dito autor destaca que a OPA não pode ser entendida como mero convite, mas, sim, efetiva obrigação assumida pelo ofertante, com força vinculante (PENNA, 2012, p. 171).

A OPA, na qualidade de proposta, necessita ser completa, tendo em vista que a aceitação pura e simples do destinatário da oferta deverá ser suficiente para a formação do contrato objeto da proposta. Em outras palavras, cumprirá ao destinatário, de acordo com a proposta recebida, apenas declarar o seu consentimento “por simples ato de aceitação para que se forme o contrato preliminar ou o próprio contrato definitivo” (CARVALHOSA, 1979,

---

prêmio de controle aos acionistas minoritários, e a segunda é oferecer a oportunidade aos investidores de saírem na hipótese de indesejável alteração de controle”.

<sup>42</sup> “A oferta pública de aquisição de ações é uma proposta irrevogável dirigida a um número maior ou menor de acionistas indeterminados. Visando a realização de um negócio jurídico, o contrato tem por objeto a aquisição de ações. Configura-se essa proposta por uma declaração unilateral (C. M. da Silva Pereira [136, p. 29]) de vontade, tendo efeitos vinculantes por si mesma, e criando obrigações para o ofertante, mesmo que o contrato cuja realização se almeja não venha a existir. (...) constitui a oferta, portanto, um ato jurídico autônomo, não se confundindo com o contrato para cuja formação contribui. Isto porque vincula o proponente e assim é um ato negocial (O. Gomes [83, p. 91], S. Marcondes [116, p. 135] e O. Barreto Filho [16, p. 19]), pois representa uma vontade definitivamente separada de seu autor e que se torna objetiva (F. Santiri-Passarelli [156, p. 174]). (...) Trata-se, pois, a oferta, na espécie, de uma declaração pública pela qual uma pessoa física ou jurídica propõe aos acionistas de uma companhia a celebração do contrato de compra ou permuta de ações. Dirige-se a oferta a pessoas indeterminadas quanto à identidade, porém determináveis pela categoria patrimonial que ostentam como acionistas de uma companhia. E, nestes termos, a oferta constitui elemento necessário à formação do contrato. É assim uma declaração que invariavelmente precede outra declaração a qual, por sua vez, propicia a formação do negócio, ou seja, a aceitação” (CARVALHOSA, 1979, p. 19-20).

<sup>43</sup> Conforme § 3º do art. 2º da Instrução CVM nº 361/2002.

p. 24). É possível afirmar, assim, que a OPA não pode ser confundida com tratativas ou atos pré-negociais, já que estes, segundo Carvalhosa (1979, p. 25), não são vinculantes para as partes que os formularam.

Por consistir em oferta pública, regida pelo art. 429 do Código Civil Brasileiro<sup>44</sup>, o requisito da publicidade, como lembra o jurista (CARVALHOSA, 1979, p. 22), é essencial, de modo que deverá ser atendido por meio de editais a serem publicados em jornais de grande circulação nas localidades em que os valores mobiliários são negociados, sem prejuízo de também englobar locais outros em que presumivelmente possam ser atingidos acionistas destinatários da oferta<sup>45</sup>. A Instrução CVM nº 361/2002 vai além e, nos termos do § 4º do art. 2º, estipula que “considera-se pública a oferta quando forem realizados esforços de aquisição ou utilizado qualquer meio de publicidade, inclusive correspondência ou anúncios eletrônicos”.

Ainda no que concerne à essencialidade da publicidade, Carvalhosa (1979, p. 22) adiciona que “(...) a oferta, na espécie, interessa não apenas ao proponente e aos oblatos, mas também à própria companhia visada e à comunidade dos negócios em geral”. Em outros termos, a publicidade serve não só para dar efetividade à oferta via alcance dos acionistas da companhia, mas também para cientificar o mercado sobre a operação que se avulta.

E, muito embora as propostas, de maneira ampla, admitam revogação<sup>46</sup>, tem-se que, em caso de OPA, tal possibilidade não contribui satisfatoriamente com o instituto ora analisado. Na lição de Carvalhosa (1979, p. 27) é feita alusão à opinião de Jean Loyrette:

A revogabilidade da oferta pública de aquisição de ações, se admitida, representaria um elemento permanente e gravíssimo de conturbação do mercado de valores mobiliários, pois ensejaria manobras especulativas de toda a espécie (J. Loyrette [107, p. 67]), ameaçando a estabilidade dos sistemas de poupança popular e da capitalização das companhias, bem como a administração destas últimas.

---

<sup>44</sup> Art. 429. A oferta ao público equivale a proposta quando encerra os requisitos essenciais ao contrato, salvo se o contrário resultar das circunstâncias ou dos usos.

<sup>45</sup> Conforme o art. 11 da Instrução CVM nº 361/2002: O instrumento de OPA deverá ser publicado, sob a forma de edital nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia objeto, observando-se o prazo máximo de 10 (dez) dias, após a obtenção do registro na CVM, quando este for exigível.

<sup>46</sup> É o que estabelece o parágrafo único do art. 429 do Código Civil: “Parágrafo único. Pode revogar-se a oferta pela mesma via de sua divulgação, desde que ressalvada esta faculdade na oferta realizada”.

O regramento normativo trazido pela CVM é no mesmo sentido, estabelecendo-se que “a OPA será imutável e irrevogável, após a publicação do edital”<sup>47</sup>, ressalvadas as hipóteses taxativamente enumeradas pelo art. 5º de referida instrução<sup>48</sup>.

A própria Lei das S.A., no § 1º do art. 261, faculta ao ofertante a possibilidade de, em única oportunidade, melhorar as condições de preço ou forma de pagamento contidos na OPA, desde que em patamar igual ou superior a 5% ao preço originalmente oferecido e em até 10 dias anteriores ao prazo avençado para o encerramento da OPA. Ainda, é garantida a extensão das novas condições aos acionistas que, eventualmente, já tiverem aceitado a oferta nos termos inicialmente propostos.

### **2.3 Espécies de ofertas públicas de aquisição de ações**

Prado (2005, p. 43) elucida que “duas são atualmente as modalidades de OPA previstas pela LSA de 1976, que respeitam as transferências onerosas de controle de companhia aberta (...)”, quais sejam, as ofertas públicas voluntárias e as ofertas públicas mandatórias.

Diante de um cenário em que há companhias com elevada dispersão acionária, tende-se a ser necessário um número elevado de transações privadas para que seja alcançado o controle da companhia (CARVALHOSA; KUYVEN, 2016, p. 669). E, uma vez observada no mercado uma série de operações de aquisição, há o surgimento de elevação na cotação do título. Em razão disso, há em nosso ordenamento o instituto da oferta pública voluntária de aquisição de ações, regida pelo art. 257 da Lei das S.A.<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup> Inciso IX do art. 4º da Instrução CVM nº 361/2002.

<sup>48</sup> Art. 5º Após a publicação do instrumento de OPA, nos termos do art. 11, sua modificação ou revogação será admitida: I – em qualquer modalidade de OPA, independentemente de autorização da CVM, quando se tratar de modificação por melhoria da oferta em favor dos destinatários, ou por renúncia, pelo ofertante, a condição por ele estabelecida para a efetivação da OPA; II – quando se tratar de OPA sujeita a registro, mediante prévia e expressa autorização da CVM, observados os requisitos do §2º deste artigo; ou III – quando se tratar de OPA não sujeita a registro, independentemente de autorização da CVM, em estrita conformidade com os termos e condições previstos no respectivo instrumento.

<sup>49</sup> Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

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

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

Trata-se, essencialmente, de OPA visando à tomada de controle, bem como o seu reforço, ou mesmo a consolidação da posição majoritária no âmbito da companhia (CARVALHOSA; KUYVEN, 2016, 669). Também pode ser elencado, no bojo das ofertas públicas voluntárias, a OPA concorrente, prevista no art. 262 da Lei das S.A.<sup>50</sup>, cuja publicação torna nula as ordens de venda anteriormente realizadas ao abrigo da oferta anterior (§ 1º do art. 262 da Lei das S.A.). Ainda na ocorrência de oferta concorrente, é facultado ao primeiro ofertante, que prorrogue o prazo da oferta inicial até coincidi-lo com o prazo avençado na oferta concorrente.

No que concerne às ofertas mandatórias, vale aqui mencionar a existência de duas delas contidas na Lei das S.A., além da OPA contida no art. 254-A, que será tratada em item apartado. A primeira delas é encontrada no § 4º do art. 4º da Lei das S.A., que determina a realização de oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, pela companhia emissora, como requisito para o cancelamento de registro de companhia aberta. A segunda, contida no § 6º do mesmo artigo, impõe ao acionista controlador a realização de oferta pública nas hipóteses em que a elevação de sua participação na liquidez de mercado das ações remanescentes. Em tal hipótese, a oferta deverá prever a aquisição de todas as ações remanescentes.

#### **2.4 A OPA prevista no art. 254: o precursor do tratamento igualitário na Lei das S.A.**

Como visto no Capítulo I acima, o texto original do Anteprojeto que culminou na Lei das S.A. não continha previsão de realização de OPA mandatória em caso de alienação de controle de companhia aberta. Ou seja, o anteprojeto de lei não trazia em seu bojo o tratamento igualitário aos acionistas não controladores.

Os autores do Anteprojeto, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, defendiam que o prêmio de controle nada mais seria que parcela do preço de venda do bloco

---

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

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

<sup>50</sup> Art. 262. A existência de oferta pública em curso não impede oferta concorrente, desde que observadas as normas desta Seção.



de controle, razão pela qual, segundo eles, pertenceria naturalmente ao alienante<sup>51</sup>. Todavia, conforme esclarecem os autores (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 1457), acabou por predominar a corrente encaminhada pela então denominada Emenda Lehman, introduzindo-se o art. 254 no texto legal, o qual preconizava a distribuição do prêmio de controle entre o acionista controlador alienante e os demais acionistas, minoritários, da companhia aberta cujo controle fora alienado.

No que concerne à distribuição do prêmio de forma igualitária, resultante da Emenda Lehman, Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017, p. 1457) elucidam que:

Dois são os fundamentos com que alternativamente tem sido justificado este último entendimento: o primeiro tem como premissa a suposição de que a maior valia do preço é um ativo intangível da companhia materializado quando da alienação do controle, devendo por isso ser distribuída entre todos os acionistas; o segundo entende que a lei deve propiciar aos acionistas minoritários oportunidade de se retirarem da sociedade no caso de o controle ser alienado, em condições compatíveis com as obtidas pelo acionista controlador.

Em relação ao primeiro fundamento, a distribuição do prêmio de controle regido pelo art. 254 englobava todos os acionistas da companhia, fossem eles detentores de ações com ou sem direito a voto, consoante a sua participação no patrimônio líquido da companhia cujo controle fora alienado. Situação diversa, aliás, positivada posteriormente com a introdução do art. 254-A, o que será mais bem delimitado em momento oportuno no presente trabalho<sup>52</sup>.

Já o segundo fundamento recai sobre a possibilidade garantida aos minoritários de, em cenário de novo acionista controlador, ponderar sobre o interesse e a pertinência em manter-se atrelado à companhia. É nessa linha o magistério de Cerezetti (2012, p. 963) ao acrescentar que, além de garantir a distribuição de parte do prêmio observado pelos acionistas controladores na operação de alteração de controle, a OPA também se apresenta como oportunidade para que investidores não satisfeitos com a mudança de controle possam deixar a companhia investida<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> “Posta em tese a questão de quem deverá ter direito ao prêmio de controle no caso da alienação do bloco de controle, as opiniões são divergentes na doutrina. Os autores do anteprojeto que resultou na Lei nº 6.404/1976 defenderam com cerrada argumentação a tese de que o prêmio de controle é parcela do preço de venda do bloco de controle e pertence naturalmente ao alienante” (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 1457).

<sup>52</sup> Ver itens 2.6.1 e 6.1.1. *infra*.

<sup>53</sup> Em tradução livre: “O requerimento de oferta pública mandatória satisfaz dois objetivos. O primeiro é a distribuição de parte do prêmio de controle aos acionistas minoritários, e o segundo é conceder oportunidade de saída aos investidores no momento em que a alteração de controle não lhes é desejável”. No original: “The requirement of compulsory tender offers satisfies two goals. The first is the distribution of part of the controlling premium to the minority shareholders, and the second is to provide an opportunity for investors to exit in the event that the control shift is not desirable to them”. (CEREZETTI, 2013, p. 961).

É importante destacar que cumpria à CVM a expedição de autorização prévia para a consecução das operações de alienação de controle, bem como a consequente fiscalização sobre o atendimento a todos os requisitos legais necessários para a concretização da operação, notadamente a realização de OPA nos moldes do art. 254<sup>54</sup>.

Assim sendo, com a edição da Lei das S.A., por meio de seu art. 254 original, foi garantida ao acionista minoritário a faculdade de alienar suas ações ao adquirente do controle da companhia pelo mesmo preço pago por este ao antigo acionista controlador<sup>55</sup>.

#### 2.4.1 Extinção do art. 254 e consequências experimentadas no mercado

O artigo 254 apresentado acima vigorou até o ano de 1997, ocasião na qual a OPA por alienação e controle foi extirpada do ordenamento pátrio por meio da Lei nº 9.457/97, resultante do então denominado Projeto Kandir<sup>56</sup>. Franco (2008, p. 24) esclarece que o desaparecimento da OPA prevista no art. 254 estava inserido no movimento de privatização tanto das companhias estatais como das sociedades de economia mista<sup>57</sup>.

Carvalhosa e Eizirk (2002, pp. 386-387) apontam que a extinção do tratamento igualitário previsto no art. 254 da Lei das S.A. fundamentou-se na necessidade de reduzir os

---

<sup>54</sup> Pereira (1995, p. 187) esclarece que “o *caput* do art. 254 submete a alienação do controle das companhias abertas à prévia autorização administrativa. Qual a finalidade do exame do negócio pela CVM? A Resolução 401 interpretou acertadamente a norma legal ao estatuir que o papel da entidade policiadora do mercado de valores mobiliários na matéria se reduz a ‘verificar se as condições da oferta pública aos acionistas minoritários satisfazem aos requisitos’ da própria resolução (inciso V). A análise do mérito e da oportunidade do negócio foge aos intuítos da agência governamental”.

<sup>55</sup> “A operação estava submetida a autorização prévia e supervisão da CVM e o tratamento previsto era igualitário. Vale dizer, o preço oferecido aos minoritários deveria ser idêntico àquele a ser pago ao controlador” (FRANCO, 2008, p. 21).

<sup>56</sup> Modesto Carvalhosa, ao versar sobre o então denominado “Projeto Kandir”, assim asseverou: “O Projeto Kandir, de reforma da Lei Societária, visou, como referido, à supressão de diversos direitos patrimoniais dos acionistas minoritários. A mais importante supressão, com efeito, foi a eliminação da oferta pública decorrente da alienação de bloco de ações de controle, então contempladas nos arts. 254 e 255 da Lei n. 6.404, de 1976. Esse projeto supressivo de direitos patrimoniais dos minoritários, então consolidados há mais de vinte anos, recebeu de seu autor, o Deputado Kandir, uma grotesca e mesmo indecorosa justificação, quando aborda a revogação do art. 254: ‘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, uma vez que o não saneamento de uma empresa resulta em queda do valor de suas ações, no que se prejudicam, mais que todos, os acionistas minoritários’” (CARVALHOSA, 2014, p. 241).

<sup>57</sup> “O programa de privatização das estatais e sociedades anônimas de economia mista levou à supressão dos arts. 254 e 255 da Lei 6.404/1976, com a finalidade de favorecer a execução do plano nacional de desestatização mediante, por um lado, a apropriação integral do prêmio pago pelo controle; por outro, pelo menos teoricamente, mediante a garantia da sua saída integral, até então ameaçada pela possibilidade do rateio previsto na norma do artigo 254, § 2º, dessa lei” (FRANCO, 2008, p. 24).

custos da operação ao adquirente do controle. Segundo eles, cifras que poderiam ser utilizadas na capitalização da companhia estariam, em verdade, sendo aplicadas na aquisição da participação acionária dos acionistas minoritários.

Ditos autores também esclarecem que a extinção do tratamento igualitário permitiu à União, na qualidade de acionista controladora, a integral apropriação do prêmio de controle envolvido nas operações de alienação de controle das companhias estatais, sem que houvesse a necessidade de compartilhar o sobre preço com os demais acionistas da companhia.

A Lei nº 9.457/97 resultou, portanto, na eliminação da OPA obrigatória decorrente da alienação do controle acionário, remanescendo em nosso ordenamento tão somente a oferta pública para aquisição do controle acionário, prevista no art. 257 da Lei das S.A., e para reforço de controle, regida pelo § 3º do mesmo artigo, ambas, segundo Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 386-387), “de escasso uso na prática dos negócios”.

Para Munhoz (2014, pp. 206-207), o objetivo primordial de referida supressão foi maximizar o valor a ser recebido pelo “Estado-acionista controlador”, permitindo-lhe absorver integralmente o prêmio de controle, sob a justificativa de reduzir a dívida pública do Estado brasileiro. Ainda, de acordo com Munhoz (2014, pp. 206-207):

No período em que vigorou a regra de mercado (1997 a 2001) foram realizadas diversas operações com pagamento de prêmios muito elevados aos controladores. Os não controladores permaneceram com ações com baixa liquidez ou receberam, em ofertas formuladas pelo novo controlador, preços substancialmente menores do que o valor pago pelas ações de controle. Para o mercado de capitais brasileiro, portanto, é inegável que a regra de mercado produziu, nesse período, efeitos altamente negativos, sendo apontada como um dos fatores do seu subdesenvolvimento.

Observa-se, conforme salientado, que a ausência da OPA prevista no extinto art. 254 da Lei das S.A. deu ensejo a determinadas situações de abusos praticados pelos adquirentes do controle de companhias abertas. Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 386-387) enumeram, dentre outros casos, a aquisição de lotes significativos de ações por preços diferenciados, pagando-se a determinados minoritários preços melhores por suas ações, em detrimentos dos demais; ou até mesmo a aquisição massiva de ações, com redução drástica de liquidez dos papéis da companhia, para posterior fechamento do capital social, pagando-se preços mais convenientes aos controladores, novamente em detrimento dos acionistas não controladores.

## 2.5 Introdução do art. 254-A à Lei das S.A.

A “regra de mercado” mencionada por Munhoz (2014. pp. 206-207), ou seja, a ausência de norma que pudesse conferir tratamento igualitário aos acionistas minoritários<sup>58</sup>, vigorou até outubro de 2001, ocasião na qual foi promulgada a Lei nº 10.303/2001. A referida lei implementou modificações fundamentais ao direito societário brasileiro como, por exemplo, dividendos das ações preferenciais; disposições sobre acordo de acionistas; *golden shares*; direito de recesso; arbitragem como meio de solução de controvérsias; incorporação de ações, dentre outras (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 2).

O objetivo inicial da reforma da Lei das S.A. era, na lição de Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 2):

(...) de promover o fortalecimento do mercado de capitais, mediante o estabelecimento de um sistema de maior proteção aos minoritários, bem como de incorporação ao direito societário de princípios de boas práticas de governança corporativa, seguindo o receituário de agências internacionais de fomento do mercado de capitais. Ou seja, buscava-se valorizar as posições acionárias minoritárias, enfraquecidas com a reforma de 1997, que manifestamente suprimiu vários direitos relevantes dos investidores em ações de companhias abertas.

Diante disso, houve intenso debate no curso da tramitação dos Projetos de Lei que resultaram na promulgação da Lei nº 10.303/2001<sup>59</sup>. No que tange especificamente à reintrodução da OPA por alienação de controle, o então denominado “Projeto Kapaz” propunha conferir tratamento igualitário aos acionistas minoritários em decorrência da alienação de controle da companhia, garantindo-lhes as mesmas condições oferecidas aos acionistas titulares das ações que compõem o bloco de controle alienado (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 389). Já o “Projeto Kandir”, em atendimento às fortes reações contrárias ao tratamento igualitário, amenizou o texto anteriormente proposto e garantiu aos acionistas minoritários 80% do preço ao controlador alienante.

No Senado Federal, houve nova investida pela garantia do tratamento igualitário aos acionistas minoritários, o que se deu por meio de emenda proposta pelo então senador Paulo Hartung. Todavia, a emenda foi rejeitada pelo também senador José Agripino, relator na

<sup>58</sup> Como ensina Bebchuk (1994, p. 964): “Sob a regra de mercado o alienante é livre para vender seu bloco de controle, sob qualquer preço que o adquirente esteja disposto a pagar, e acionistas minoritários não possuem direitos relacionados à transação”. No original: “Under the MR [Market Rule] the seller is free to sell its control block at any price that the acquirer is willing to pay, and minority shareholders enjoy no rights in connection with the transaction”.

<sup>59</sup> Foram apensados, para tramitação conjunta, os Projetos de Lei nº 3.115/97, nº 3.519/97 e nº 1.009/99.

Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania, alegando-se que o ágio conferido aos controladores alienantes decorreria do dever imposto a eles de conduzir os negócios da companhia, assim como das responsabilidades impostas pela lei acionária ao acionista controlador. Como resultado, promulgou-se, por meio da Lei nº 10.303/2001, a inclusão do art. 254-A à Lei das S.A. nos seguintes termos:

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.

§ 5º (VETADO)

Assim sendo, consagrou-se, por meio da introdução do art. 254-A à Lei das S.A., o “princípio do valor diferenciado de ações da mesma espécie”, hipótese em que as ações integrantes do bloco de controle “valem mais do que as não integrantes, detidas pelos acionistas minoritários” (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 390). Os elementos constitutivos do incluso art. 254-A, assim como as diferenças havidas entre este e o regramento anterior (art. 254), serão objeto de estudo no capítulo subsequente.

## 2.6 Elementos constitutivos da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A.

### 2.6.1 Destinatários da oferta e o percentual mínimo de 80%

O art. 254-A, ao contrário do extinto art. 254, prevê expressamente que a OPA deverá ser destinada tão somente aos acionistas com direito a voto. Assim, são destinatários da OPA todos os titulares de ações com direito a voto que não integram o bloco de controle (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 391)<sup>60</sup>.

Adicionalmente, como já apontado acima, quando da reintrodução da OPA mandatória por alienação de controle, o tratamento equitativo aos acionistas minoritários restou mitigado, haja vista ter sido fixado, como valor mínimo, 80% do valor pago pelo adquirente das ações que compõem o bloco de controle. Trata-se, pois, de percentual fixado sem qualquer critério objetivo, resultado de tentativa de conciliar os posicionamentos que mediam forças quando da edição da Lei nº 10.303/2001.

É nesse sentido o relato de Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017, pp. 1457-1458):

O percentual de 80% previsto na lei não corresponde a um critério objetivo. O legislador adotou-o como meio de conciliar as divergências manifestadas na discussão do projeto, em que configuraram duas correntes extremas: a dos que pretendiam manter a revogação do artigo 254 tal como já determinada pela Lei nº 9.457/1997 e a dos que preconizavam a restauração do artigo 254 tal como introduzido na LSA pela Emenda Lehman, que exigia oferta pública aos minoritários em condições equivalentes ao preço pago pelas ações do bloco de controle.

Conforme destacado por Munhoz (2014, pp. 208-209), o art. 254-A acaba por reconhecer o valor econômico do controle, uma vez que diferencia o valor das ações do bloco de controle das ações de titularidade dos demais acionistas não controladores da companhia, conferindo maior valor às primeiras.

---

<sup>60</sup> Ver item 2.2.4 – Resolução CMN nº 401/1976 sobre destinatários da oferta no regime do revogado art. 254 da Lei das S.A..

### **2.6.3 A adoção do termo “alienação”**

Ao dispor sobre “alienação”, entende-se que o art. 254-A pressupõe a existência de controlador anterior, cujas ações, ainda que parte delas, passem a ser detidas por terceiro por meio de transferência onerosa. Como consequência, afirma-se que referido dispositivo não é aplicável às companhias de capital pulverizado, bem como não são abrangidas as aquisições cujo objeto são as ações que não integram o bloco de controle da companhia (MUNHOZ, 2014, p. 212). Por fim, não há alienação de controle, para fins de aplicação do art. 254-A da Lei das S.A., a reunião de grupo de acionistas, por meio de celebração de acordo de acionistas, os quais passam a compor bloco titular da maioria do capital votante (MUNHOZ, 2014, p. 212)<sup>61</sup>.

### **2.6.4 A definição de “ações integrantes do bloco de controle”, alterações dentro do bloco de controle e o rol contido no § 1 do art. 254-A**

O bloco de controle, segundo Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 396),

(...) enquanto coisa coletiva, distinto das ações que o compõem, individualmente consideradas, assim como dos direitos a elas conferidos, constitui a fonte do poder de controle acionário. A formação do bloco de controle, embora não modifique a estrutura jurídica da companhia, na qual o poder continua a ser exercido formalmente pela Assembleia Geral, altera, de fato, a estrutura de poder na sociedade, pois: o poder político passa a ser exercido de modo permanente pelo acionista controlador, não se manifestando apenas por ocasião das assembleias; os administradores ficam submetidos ao poder do acionista controlador; o acionista controlador pode tomar decisões independentemente da assembleia geral, que as ratificará formalmente.

Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017, p. 600), em sentido semelhante, acrescentam e estabelecem que “bloco” decorre de conjunto considerado como coisa coletiva, ao passo que “de controle” nada mais é que fonte do poder de controle existente no bojo da companhia. Nas palavras dos autores, “a fonte do poder de controle é o bloco de controle, como coisa coletiva, e não as ações que o compõem” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 600).

---

<sup>61</sup> Ver item 2.7.3 que versa sobre a corrente que defende a substituição do termo “alienação” por “aquisição” de controle.

A doutrina pátria defende que a alienação de ações entre acionistas integrantes dentro do bloco de controle, sem que haja alteração da vontade prevalecente de referido grupo, não constitui, para fins de aplicação do art. 254-A da Lei das S.A., alienação de controle, uma vez que não há o surgimento de novo controlador<sup>62</sup>. Todavia, caso reste demonstrado que houve mudança da vontade dominante no âmbito do bloco de controle, defende-se a configuração do tipo legal, impondo-se a realização de OPA (MUNHOZ, 2013, p. 300). Segundo o autor:

Cabe diferenciar, portanto, no caso de mudanças dentro do próprio bloco de controle, as situações em que há efetiva modificação do centro de gravidade do poder, que passa de um acionista para outro, resultando em alienação do controle, da situação em que não há o aparecimento de uma nova vontade dominante, mas apenas a consolidação ou reforço do poder já detido por um dos integrantes do grupo (MUNHOZ, 2013, p. 300).

Caso haja a alienação, para um terceiro, de posição minoritária dentro do bloco de controle, não restará, do mesmo modo, configurada alienação de controle ensejadora de realização de OPA (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 1468). Situação diversa, contudo, decorre da alienação de posição majoritária no bloco de controle para terceiro, o qual, em grupo organizado em que prevaleça o voto majoritário, sub-roga-se na posição majoritária anteriormente ostentada pelo acionista alienante. Em tal situação, resta caracterizada a alienação de controle (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 1468).

Ainda, o § 1º do art. 254-A prevê uma série de situações que, uma vez observadas, tipificam a alienação de controle e originam a obrigação de realizar a respectiva OPA aos demais acionistas da companhia com direito a voto. Trata-se, como apontado pela doutrina, de rol elaborado a partir da experiência vivenciada e enfrentada pela CVM nos mais de 20 anos de vigência do art. 254, conferindo-lhes características de categorias abstratas<sup>63</sup>. O

---

<sup>62</sup>“(…) a simples mudança de posição dentro do bloco de controle, com a transferência de ações de um acionista para outro, sem que haja a criação ou alteração de vontade prevalecente do grupo controlador, não configura alienação de controle, pois tal transferência de ações dá ensejo a uma mera consolidação do controle. Não há surgimento de novo controlador” (CARVALHOSA; KUYVEN, 2016, p. 660). No mesmo sentido: “Não há alienação de controle quando algum ou alguns dos membros do grupo controlador transferem suas ações para outros membros do grupo controlador, como, aliás, expressamente esclarece o artigo 29 da Instrução CVM nº 361 ao exigir que o adquirente seja terceiro em relação ao grupo controlador” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 1468).

<sup>63</sup> “Essa enumeração se baseia na experiência adquirida pela CVM entre 1976 e 1997, período em que lhe foram submetidos inúmeros casos nos quais se controvertia a 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. Essa tarefa, aliás, de difícilimo desempenho, ficou longe



esforço empreendido foi no sentido de vislumbrar, a partir do resultado da operação – e não propriamente do valor mobiliário que a originou –, o surgimento de um novo acionista controlador, mesmo que a operação não tenha tido como objeto título que outorgasse o poder de controle ao acionista alienante.

### 2.6.7 A OPA em alienação indireta de controle

O controle indireto, nas palavras de Prado (2005, p. 144) “é aquele exercido por meio de pessoa interposta entre o acionista controlador e a companhia controlada, e dá-se, via de regra, pela sociedade holding”. Dito isso, tem-se, na redação contida no art. 254-A, a previsão expressa de necessidade de realização de OPA nas hipóteses de transferência indireta de controle, o que não constava da redação do extinto art. 254. Todavia, embora não houvesse disposição expressa acerca da alienação indireta, o regramento anterior já era aplicável a tais operações, conforme entendimento doutrinário e posicionamento firmado pela CVM quando provocada acerca do assunto<sup>64</sup>.

Uma das questões que se coloca, desde então, é a necessidade (ou dificuldade) em apurar o preço devido aos acionistas minoritários nas hipóteses de alienação de controle indireto. Caso haja a alienação de ações emitidas por uma *holding pura*, ou seja, companhia cujo objeto social seja tão somente a participação no capital social da companhia controlada, presume-se que o preço aplicado na alienação de suas ações seja equivalente ao preço das ações que constituem o bloco de controle da companhia aberta controlada. Em tais casos,

---

de ser completada no parágrafo primeiro do artigo 254-A. Escolheu-se o método de listar todos os casos suscitados perante a CVM, que, no entendimento desta, configuravam alienação de controle, conferindo-lhes aspecto de categorias abstratas” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 1463).

<sup>64</sup> “Com base nessa sua competência legal, a CVM já decidiu também que a alienação do controle indireto, ou seja, daquele ‘exercido através de holdings de controle ou de participação, ou ainda, de outras companhias ou sociedades civis ou comerciais quaisquer’, de uma companhia aberta enseja o dever de lançar uma oferta pública. (...) A interposição de outras sociedades entre a controladora e a controlada não impediu que o legislador atingisse o verdadeiro centro de poder no seio de um grupo de empresas, de tal forma que, quando se fala em controle, deve-se ter em mente esse centro de poder. O controle propriamente falando é único e se exerce ou direta ou indiretamente, conforme haja ou não sociedades controladas intermediárias” (PEREIRA, 1995, pp. 196-197). É no mesmo sentido o magistério de Carvalhosa (1979, p. 149): “No caso de cessão de controle por intermédio de sociedade *holding*, diante dos princípios gerais de proteção aos minoritários que informam as normas reguladoras da cessão do controle e da própria experiência estrangeira, deverá ser efetuada uma oferta pública, aplicando-se, pois, também, nessa hipótese, o regime do art. 254 da nossa Lei Societária”. Parente (2016, p. 453) também apontou que “muito embora o revogado art. 254 da Lei das S/A não fizesse qualquer referência à alienação indireta, à época de sua vigência era predominante o entendimento, tanto da doutrina quanto da CVM, de que se tratava de negócio ensejador da OPA por alienação de controle, uma vez que o legislador teria previsto de maneira tácita”.

aplica-se diretamente o percentual mínimo de 80% trazido pelo art. 254-A da Lei das S.A. (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 402).

De outro modo, caso a controladora indireta, cujo controle tenha sido alienado, controle outras companhias, ou exerça demais atividades operacionais, a apuração do preço a ser praticado em OPA mostra-se mais complexa. Nesses casos, faz-se necessária a avaliação, por empresa independente, da totalidade das companhias envolvidas na operação, segregando-se o que tenha sido pago pelo controle da companhia aberta indiretamente adquirida, calculando-se, a partir desse valor, o montante mínimo a ser ofertado ao abrigo da OPA a ser realizada em favor dos demais acionistas da companhia (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 402)<sup>65</sup>.

Para fins de regular tal situação, a CVM, por meio da Instrução nº 361, estabelece, objetivamente que, em caso de alienação indireta de controle, deverá o ofertante apresentar justificativas ao cálculo do preço por ele oferecido na OPA, assim como poderá a CVM requerer a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto<sup>66</sup>.

### **2.6.8 A alternativa conferida pelo § 4º do art. 254-A da Lei das S.A.**

O § 4º do art. 254-A garante ao ofertante conferir aos acionistas destinatários da oferta a possibilidade de, ao invés de alienar suas ações, a opção de receber prêmio apurado a partir da diferença existente entre o valor de mercado do título e o preço pago de cada ação integrante do bloco de controle. Trata-se, conforme Munhoz (2013, p. 301), de opção inserida pelo legislador para garantir ao acionista não controlador a participação no prêmio, ainda que decida não deixar a companhia mediante a alienação de suas ações.

Há, portanto, no dispositivo em tela, uma dupla função: reduzir os custos decorrentes da aquisição de controle, já que é conferida ao adquirente a oportunidade de desembolsar

---

<sup>65</sup> Caminha no mesmo sentido o entendimento de Prado (2005, p. 153): “(...) quando a alienação do controle indireto se der por meio da alienação das ações ou cotas de sociedade *holding* mista, será necessário proceder a um estudo contábil *in casu* mais profundo, a fim de separar o *quantum* que consubstancia o preço do controle da sociedade aberta que a *holding* comanda e o *quantum* que compreende o preço das atividades sociais por ela diretamente exploradas”. (grifos próprios).

<sup>66</sup> O regramento é encontrado no § 6º do art. 29 da Instrução CVM nº 361: “No caso de alienação indireta do controle acionário: I – o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404, de 1976, correspondente à alienação do controle da companhia objeto; e II – a CVM poderá, dentro do prazo previsto no § 2º do art. 9º, determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto”.

somente o prêmio, e não o valor integral das ações de titularidade dos não controladores; e permitir a estes últimos a chance de permanecer na companhia mediante o recebimento do prêmio (MUNHOZ, 2013, p. 301).

Por fim, a Instrução CVM nº 361/2002, por meio do art. 29, § 1º, estabelece que, uma vez oferecida tal faculdade, os acionistas “poderão manifestar, no leilão da OPA, sua opção por receber o prêmio, ao invés de aceitar a OPA, entendendo-se que todos os acionistas que não se manifestarem aceitam e fazem jus ao prêmio”.

## **2.7 A OPA nas hipóteses de alienação de controle minoritário**

Como brevemente adiantado, a aplicação da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A. às operações de alienação de controle minoritário causaram, e ainda causam, discussão doutrinária acerca da adequação e aplicabilidade do texto legal à hipótese tratada no presente trabalho. Trata-se, como apontado por Santana (2008, p. 35), de problema típico de cenário de transição, partindo-se de ambiente em que o acionista controlador era sempre definido e conhecido para modelo em que o acionista controlador pode sequer existir.

A dificuldade encontrada na aplicação do art. 254-A, às operações de transferência de controle minoritário, ocorre essencialmente porque, no regime anteriormente sustentado pelo art. 254, havia regulamentação, pela Instrução CMN 401/76, segundo a qual acionista controlador seria a pessoa, ou grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é “titular de ações que lhe asseguram a *maioria absoluta* dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia”. Já no atual regime, não há definição objetiva em sentido semelhante.

A partir disso, identificam-se atualmente três correntes doutrinárias acerca do tema, as quais serão apresentadas abaixo.

### **2.7.1 Corrente pela não aplicação do art. 254-A às operações de alienação de controle minoritário**

Podemos apontar Eizirik como o formulador da corrente doutrinária que defende, categoricamente, pela desnecessidade de realização da OPA prevista no art. 254-A da Lei

das S.A. em decorrência de operações de transferência de controle minoritário. E, para tanto, Eizirik (2010, p. 179) inicia seu raciocínio a partir da definição legal de acionista controlador trazida pela Lei das S.A.

Segundo o autor, levando-se em consideração que o art. 116 da Lei das S.A. elenca três requisitos cumulativos, tais quais: (a) predominância nos votos tomados em assembleias gerais da companhia, com a eleição da maioria dos administradores; (b) permanência em tal predominância; e (c) efetivo uso do poder para dirigir as atividades sociais, apreende-se que a lei societária reconhece o acionista controlador como dirigente dos negócios sociais, ou seja, “aquele que manifesta a vontade prevalente nas votações das assembleias gerais e na eleição dos administradores da companhia”.

Dito isso, Eizirik (2010, p. 180) esclarece que controlador é aquele que, “de fato, determina a condução das atividades da sociedade”. Ou seja, deixará de ser reconhecido como controlador o acionista que, mesmo ostentando ações em quantidade que lhe asseguraria a maioria dos votos nas assembleias gerais da companhia, deixa de fazê-lo e não impõe sua vontade na condução dos negócios sociais e na eleição da maioria dos membros da administração.

Deste modo, é exposto pelo autor que, haja vista o art. 116 da Lei das S.A. não prever percentual mínimo de ações a serem detidas por determinado acionista para identificá-lo como controlador, tem-se que o ordenamento pátrio “admitiu implicitamente a existência do controle minoritário”. Todavia, a identificação do acionista controlador serve, essencialmente, para imputar deveres e responsabilidades ao acionista responsável pela condução dos negócios da companhia. E, nesse aspecto, Eizirik (2010, p. 181) entende que “foi perfeitamente adequada a opção do legislador de exigir o efetivo exercício do controle para a identificação do acionista controlador, dispensando a titularidade de uma quantidade mínima de ações”.

Segundo o autor, há casos em que as decisões acerca dos negócios da companhia podem ser tomadas por acionista que não ostente posição majoritária. Então, em tais casos, deve o acionista em cotejo ser responsável por danos eventualmente causados à companhia e aos demais acionistas. De acordo com Eizirik, a relação fiduciária existente entre o acionista controlador e os demais *stakeholders* justifica a opção legislativa de não condicionar a caracterização de acionista controlador a determinado percentual de ações detidas por ele.

Contudo, Eizirik (2010, p. 182) entende que o art. 116 da Lei das S.A. não pode ser adotado irrestritamente como fundamento para os casos de alienação de controle, já que em determinadas situações, a “aplicação automática” levaria a “resultados equivocados”. E, a partir de tal afirmação, o autor passa a apresentar as hipóteses em que, segundo ele, haveria descasamento entre o art. 116 e o art. 254-A da Lei das S.A., afastando a aplicação conjunta instantânea dos artigos em tela.

O primeiro caso arrolado pelo autor recai sobre a hipótese em que determinado acionista, embora detentor da maioria do capital votante da companhia, nunca tenha conduzido os negócios sociais e não comparece às assembleias gerais, não influenciando na eleição dos administradores. Em referida hipótese, não poderia o acionista ser considerado controlador, nos termos do art. 116 da Lei das S.A., já que pende o requisito de efetivo exercício das prerrogativas contidas na alínea “a” do artigo supracitado.

Por outro lado, a alienação das ações ostentadas por referido acionista para um terceiro asseguraria, de modo permanente e imediato, o exercício do poder de controle da sociedade ao adquirente. Em tais circunstâncias, o autor alega que “não há dúvida de que ficará caracterizada a alienação de controle da companhia”, restando o adquirente obrigado a “formular oferta pública para adquirir as demais ações com direito a voto”.

Penteado (1989, p. 51), aliás, na mesma linha, defende que o requisito de exercício efetivo do poder de controle somente deverá ser exigido nas hipóteses de transferência de controle minoritário, uma vez que é presumido o controle do acionista que possui a maioria absoluta das ações com direito a voto<sup>67</sup>.

Já no que concerne à transferência de controle minoritário, Eizirik (2010, p. 183) aponta que deve ser buscada na operação a caracterização de “alienação de controle” da companhia aberta, não sendo relevante averiguar se o alienante, nos termos do art. 116, é o controlador da companhia. Desse modo, o autor apresenta que § 1º do art. 254-A da Lei das

---

<sup>67</sup> “(...) o exercício efetivo do poder de controle é elemento integrativo da definição de acionista controlador e da sociedade controladora, ou esse atributo é inerente a quem detenha a maioria das ações votantes? A resposta a essa indagação dividiu os doutrinadores. De um lado alinharam-se aqueles que o uso efetivo do poder de controle é indispensável à caracterização tanto do acionista controlador, quanto da sociedade controladora (...). Uma corrente intermediária sustenta que a prova do uso efetivo do poder de controle só é necessária para identificar o acionista controlador-pessoa física, sendo dispensável no relacionamento intersocietário, para caracterizar a sociedade controladora ou de comando, visto que em tais hipóteses o referido exercício é sempre presumido ou suposto. Por derradeiro, há uma terceira posição doutrinária, que a nosso ver de forma acertada julga necessária a comprovação do uso efetivo do poder de controle apenas no caso de controle minoritário, posto que a detenção da maioria das ações votantes sempre pressupõe o status de acionista controlador ou de sociedade controladora ou de comando”.

S.A. vai além e “procurou conferir acepção ampla à expressão ‘alienação de controle’, prevendo que ela pode decorrer de quatro diferentes modalidades de operações”.

E, dentre as diferentes modalidades<sup>68</sup> apontadas, o autor dedicou sua análise à caracterização do bloco de controle para sustentar a não aplicação da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A. às operações de transferência de controle minoritário. Para tanto, define o conceito de bloco de controle:

Conjunto de ações de emissão da companhia, de propriedade de um único acionista ou de um grupo de acionistas vinculados por acordo de votos ou sob controle comum, que *assegura* ao seu titular o exercício do poder de controle da companhia (grifos próprios).

Ou seja, sendo o bloco de controle uma “universalidade de fato”, ele somente pode ser caracterizado, de forma autônoma em relação às ações que o integram, se tais ações forem de propriedade de uma mesma pessoa, ou por pessoas vinculadas por controle comum ou acordo de votos. Além disso, somente poderia ser considerado como bloco de controle se assegurar a seus detentores “o exercício do poder de controle *independentemente de qualquer outra circunstância*, como a participação dos demais acionistas nas assembleias gerais” (EIZIRIK, 2010, p. 185) [grifos próprios].

É neste ponto que a doutrina pela não aplicação do art. 254-A toma contornos mais claros ao buscar diferenciar “titularidade do controle acionário” do “mero exercício” do controle. Para Eizirik, a titularidade do controle acionário “pressupõe a propriedade de ações representativas de mais da metade do capital votante”, ao passo que há apenas o mero exercício do controle nas ocasiões em que “o acionista, embora titular de participação minoritária no capital votante, faz prevalecer a sua vontade nas deliberações da assembleia geral e elege a maioria dos administradores”.

Ao acionista minoritário que exerce, de fato, o controle acionário, podem ser impostas as cominações legais contidas no art. 116 da Lei das S.A., já que essencialmente amparadas no exercício e condução dos negócios sociais. Todavia, a aplicação do art. 254-A pressupõe a “efetiva titularidade do poder de controle”, a qual, segundo o autor, pressupõe a propriedade da maioria do capital votante da companhia.

---

<sup>68</sup> São elas: “a transferência, direta ou indireta, de: (i) ações integrantes do bloco de controle, (ii) ações vinculadas a acordos de acionistas, (iii) valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto ou (iv) direitos de subscrição de ações, ou outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, desde que tal operação resulte na ‘alienação de controle acionário da sociedade’, isto é, na efetiva transferência do controle para terceiros” (EIZIRIK, 2010, pp. 184-185).

Eizirik lembra também que a OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A. impõe ao adquirente consequência “extremamente onerosa”, uma vez que torna mandatária a oferta pública de compra de todas as ações emitidas pela companhia com direito a voto. Nesse sentido, somente poderia ser imposta medida com tamanha gravidade às operações em que seja efetivamente assegurado o exercício do controle acionário pelo adquirente, o que, segundo o autor, não decorreria das operações de transferência de controle minoritário.

Seria “manifestamente descabido” exigir a realização de OPA pelo adquirente em cenário em que ele permanecesse sujeito à perda da condição de controlador, o que poderia ocorrer “por circunstâncias absolutamente alheias a sua vontade”. Como exemplo, o autor cita a possibilidade de organização dos demais acionistas, os quais, em atuação conjunta, pudessem alcançar maior participação acionária com direito a voto. OPA, nesta hipótese, resultaria em medida desproporcional e desmedida em relação ao benefício efetivamente ostentado pelo adquirente.

Por fim, o autor compreende que a OPA seria devida não tão somente nos casos em que haja transferência de ações que representem mais de 50% do capital votante. No entender de Eizirik (2010, p. 190), caso um acionista que já detenha 21% do capital votante venha a adquirir outros 30% que compunham anteriormente o bloco de controle, restaria caracterizada a alienação de controle, aplicando-se o quanto disposto no art. 254-A da Lei das S.A. Do mesmo modo, na hipótese de o grupo de acionistas detentor de 51% do capital alienar 40% para determinado investidor, o qual, concomitantemente, celebre acordo de voto com outros acionistas que ostentem percentual relevante (acima de 10%), também restaria caracterizada a transferência de controle para fins de necessidade de realização de OPA.

Eizirik, assim, sumariza seu entendimento sobre a matéria:

Assim, podemos concluir que não é obrigatória a OPA por alienação de controle nas hipóteses envolvendo controle minoritário, isto é, naquelas em que o alienante não seja titular de ações representativas de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante da companhia aberta ou naquelas em que o adquirente não passe a deter mais da metade das ações com direito a voto ou, ao menos, a ser parte em acordo de voto que envolva participação acionária em tal montante.

Tal critério, no entender de Eizirik (2010, p. 189), seria o mais objetivo a ser empregado na análise das operações de transferência de controle de companhias abertas e capaz de trazer maior previsibilidade ao mercado. A segurança jurídica decorrente da correta precificação das operações seria o grande trunfo da doutrina defendido por Eizirik, já que afastaria a necessidade de avaliação casuística se determinada participação acionária

englobar e garantir o exercício de poder de controle no âmbito de determinada companhia de capital aberto.

O regramento das operações de transferência de controle, na visão de Eizirik (2010, p. 189) serve justamente para trazer ao mercado a previsibilidade necessária para o desenvolvimento e o “bom funcionamento do mercado de capitais”. E essa é, sem dúvida, a maior virtude da doutrina por ele defendida, uma vez que, se adotada, permite pouca ou nenhuma margem para questionamentos supervenientes à aplicação da regra, como é visto, por exemplo, no Caso TIM que será analisado alhures<sup>69</sup>.

Contudo, tal entendimento é objeto de críticas, essencialmente pela corrente contrária, a qual defende a aplicação da OPA prevista no art. 254-A às operações de transferência de controle minoritário ou disperso. É o que se passa a apresentar no subitem a seguir.

### **2.7.2 Corrente pela aplicação do art. 254-A às operações de alienação de controle minoritário**

Ao contrário do defendido pela corrente identificada no tópico acima, há posicionamento pela aplicação da OPA mandatória contida no art. 254-A às operações de alienação de controle minoritário, esposada notadamente por José Alexandre Tavares Guerreiro, Otávio Yazbek, Erik Frederico Oiloi e Norma Jonssen Parente.

De início, Guerreiro (2009, p. 213) aponta que, quando se trata de poder de controle, não se pode olvidar da possibilidade de este ser detido por acionista que ostente menos da metade do capital social votante, seja por meio de celebração de acordo de acionistas, seja simplesmente pelo absenteísmo experimentado nas assembleias gerais da companhia. Em razão disso, crê que “a determinação do poder de controle é ainda uma tarefa dramática” (2009, p. 216), o que levou legislações a assumirem percentuais como participação presuntiva de controle acionário<sup>70</sup>. Entretanto, em virtude da opção legislativa brasileira, o poder de controle “deve ser aferido caso a caso, em concreto” (GUERREIRO, 2009, p. 217), cabendo à CVM fazer tal análise.

---

<sup>69</sup> Ver Capítulo VI infra.

<sup>70</sup> Conforme será exposto no Capítulo VI mais adiante.



Como bem argumenta Oioli (2011, p. 323), a dificuldade encontrada na aplicação do instituto da OPA por alienação de controle a tais operações não pode justificar, contudo, sua não aplicação. Ainda, assevera que a dificuldade enfrentada é meramente operacional, decorrente da fragilidade em ver caracterizado o controle minoritário (ou diluído, na definição do autor). Desse modo, dispõe que:

É forçoso reconhecer tal dificuldade dada a fragilidade da caracterização do controle diluído, mas, uma vez este bem caracterizado, inegável é a aplicação do *tag along* em caso de transferência. Mesmo porque o que está em questão é transferência do *poder* e não de quantidade de ações. Se uma quantidade pequena de ações é suficiente para assegurar a seu adquirente a preponderância nas assembleias gerais e o consequente poder de conduzir as atividades empresariais, ainda que porque os demais acionistas não comparecem às assembleias, não há razão para não assegurar aos demais acionistas o direito de saída da companhia. (OIOLI, 2011, p. 323)

Para o autor, sequer pode ser acolhido o argumento de que a regra contida no art. 254-A não tenha sido concebida sob a égide da dispersão acionária e da transferência do controle diluído, sob a alegação de que o Novo Mercado, por exemplo, teria sido criado apenas em 2002 (OIOLI, 2014, p. 310). De acordo com o autor, tal argumento não se sustenta, pois, a própria Resolução CMN nº 401/76 versava sobre o controle minoritário. Assim, a partir da “análise sistemática” da Lei das S.A., Oioli (2014, p. 310) aponta para a aplicação do art. 254-A a “qualquer hipótese de alienação de controle acionário recepcionada pela lei societária”.

Por isto, o autor estabelece que, haja vista ser controle de fato, o controle minoritário deverá ser apurado caso a caso, de modo que a fixação de parâmetros, em linha com aqueles anteriormente estabelecidos pela extinta Resolução CMN 401/76, representará somente mera presunção de aquisição de controle minoritário (OIOLI, 2011, pp. 323-324). Parente (2016, p. 451), por seu turno, lembra que há na Instrução CVM nº 361/2002 uma “válvula de escape” capaz de abranger situações que não estejam taxativamente previstas na lei e na regulamentação aplicável. Trata-se do § 5ª do art. 29 de referida Instrução, que determina que “a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta”. Como bem lembra Parente (2016, p. 451):

(...) na hipótese de implementação de operação que não se encaixe nem na definição oferecida pela Lei das S/A, ou na Instrução da CVM, pode a Autarquia determinar a realização de OPA, caso entenda que houve alienação onerosa de

controle da companhia envolvida. Trata-se, portanto, de norma jurídica aberta, que deverá ser preenchida conforme o caso concreto, em vista do alto grau de complexidade de uma operação de alienação de controle. Justamente, a CVM objetivou evitar que as formas previstas para a estruturação dessas operações servissem para ocultar uma verdadeira alienação de controle. A Autarquia enfatizou a prevalência da substância sobre a forma.

Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017, p. 1455), em raciocínio complementar e absolutamente objetivo, defendem que há blocos de controle constituídos por ações que representam menos de 50% do capital social da companhia com direito a voto. Em tais hipóteses, faz-se necessária a investigação para averiguar se, de fato, a participação acionária em cotejo outorga, “em bases permanentes”, a maioria nas deliberações tomadas em assembleias gerais e a eleição da maioria dos administradores. Afinal, de acordo com os autores, a averiguação é mandatória “não porque só pode alienar o controle quem o tem, mas porque é necessário verificar se o bloco alienado, ainda que minoritário, confere o poder de controle a seu titular” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 1455).

### **2.7.3 Corrente por nova regulação - necessidade de substituição de “alienação” por “aquisição” de controle**

Além das duas correntes identificadas nos itens anteriores, vale trazer o posicionamento adotado essencialmente por Eduardo Secchi Munhoz acerca do tema, e já corroborado por Modesto Carvalhosa e Fernando Kuyven. Inicialmente, o autor estabelece que é imperativa a substituição do tipo “alienação de controle” existente em nosso ordenamento pelo de “aquisição de controle mediante negócios privados”, não importando, assim, se há ou não alienação (MUNHOZ, 2013, p. 350).

Diante do modelo proposto por Munhoz (2013, p. 350), o direito pátrio contaria com dois tipos de aquisição de controle: um mediante negócios privados, a ser regido pelo art. 254-A; e outro mediante a realização de oferta pública, amparado pelo art. 257 da Lei das S.A.. A solução trazida pelo autor aproximaria o direito brasileiro da Diretiva Europeia; e o fundamento para tal aproximação, segundo Munhoz (2013, p. 351), reside na identificação do fato gerador não na alienação – que pressupõe a existência de um controlador

preexistente, muitas vezes de difícil constatação – mas na aquisição do controle, com o surgimento de um novo controlador como requisito suficiente para aplicação da norma<sup>71</sup>.

Em outros termos, é irrelevante, para fins de aplicação da regra proposta, a caracterização do alienante como controlador, já que “o critério para determinar a obrigação de formular a oferta é o aparecimento de um novo controlador”, cuja verificação deverá ser voltada, portanto, para situação de controle *ex post* (MUNHOZ, 2013, p. 352). Se adotado tal posicionamento, bastariam apenas dois elementos para tipificar o negócio e incidir a regra da OPA mandatória: (i) a aquisição onerosa de ações, sem qualquer discussão sobre compor ou não parte do bloco de controle; e (ii) a situação fática de que tais ações, em conjunto com demais ações detidas pelo adquirente ou acionista a ele vinculado, assegurem participação acionária de controle (MUNHOZ, 2013, p. 352).

Além do novo entendimento proposto, que poderia ser viabilizado por meio de interpretação inédita ao art. 254-A, ou mesmo por reforma legislativa de dita regra, faz-se necessária a definição de conceito específico de “participação de controle” para o pleno funcionamento da regra (MUNHOZ, 2013, p. 353). Para o autor, novamente seria justificável a aproximação com o sistema da Diretiva Europeia, em que o controle é identificado por determinado percentual do capital votante, cuja fixação é conferida aos países-membros.

Isso significa que deve ser adotado determinado percentual de participação acionária como indicativo de controle, o qual, porém, poderá ser elidido caso comprovado, no caso concreto, que o controle não poderá ser exercido em dito patamar mínimo de participação acionária. Como anotado por Munhoz (2013, p. 355), a legislação europeia, embora adote percentual mínimo presuntivo de controle, traz consigo rol de exceções à regra geral de obrigatoriedade de realização de OPA, para evitar que o instituto da oferta pública acabe por ser compulsório em operações de aquisição de participações minoritárias que não impliquem

---

<sup>71</sup> É no mesmo sentido o entendimento exarado por Carvalhosa e Kuyven (2016, p. 657), nos seguintes termos: “Importante frisar que não é necessária a alienação de todas as ações de controle ou valores mobiliários conversíveis em tais ações, nem que todos os integrantes do grupo de controle transfiram o conjunto das suas posições acionárias, bastando que a operação, em seu conjunto, resulte na alienação do controle acionário mediata ou imediatamente. Nessa linha, para caracterizar essa operação, importa mais o resultado da operação – aquisição e transferência do controle – do que o número de ações alienadas. Por isso, a doutrina mais avançada, na linha das legislações estrangeiras mais modernas, defende que se utilize o conceito de aquisição de controle e não mais o de alienação, posto que a ênfase dessa operação está no seu resultado: a aquisição de controle por um novo controlador. Com efeito, é mais adequado adotar-se o conceito de aquisição de controle, posto que o gatilho para a oferta obrigatória prevista no art. 254-A é a aquisição e transferência do controle ao adquirente, não sendo necessária a alienação do bloco de controle, mas apenas de ações em número suficiente para, somadas às ações de titularidade do adquirente, atribuir-lhe o poder de controle”.

controle<sup>72</sup>. Em razão disso, além da fixação de percentual mínimo que, atingido, presume-se o controle acionário, deve-se estabelecer exceções hábeis a excluir, conforme o caso concreto a ser analisado, a aquisição que não confere ao adquirente a posição de controlador da companhia. Nas palavras do jurista:

A melhor alternativa é inspirar-se no exemplo europeu, definindo-se uma participação mínima do capital como presuntiva de controle, acompanhado de exceções, as quais são fundamentais para que a disciplina observe o necessário equilíbrio.

(...)

Seria suficiente para elidir a presunção de controle e, portanto, excluiria a obrigatoriedade da oferta o fato de; (i) haver acionista com participação acionária superior à participação total do adquirente; ou de (ii) o quórum de instalação e o de deliberação verificados nas três últimas gerais indicarem não ser provável que a participação detida pelo adquirente, após a aquisição, assegurará a ele preponderância na assembleia geral subsequente (MUNHOZ, 2013, p. 356-357).

É interessante notar que a seguinte hipótese arrolada pelo autor como capaz de elidir a necessidade de realização de OPA não representaria verificação de controle anterior, e sim baliza capaz de orientar se haverá controle em momento subsequente, o que está em linha com a teoria geral da aquisição de controle, em detrimento da construção em torno do instituto da alienação.

O autor defende que seria valioso, ao sistema proposto, conceder à CVM a prerrogativa de revisitar o percentual mínimo presuntivo de controle em relação a determinada companhia, o que poderia ocorrer a partir de provocação oferecida pelos acionistas, administradores ou mesmo por ofertante, para fins de ser reconhecido, de antemão, que o percentual mínimo legal não seria suficiente para conferir ao seu titular a preponderância nas deliberações tidas em assembleias gerais, podendo-se aplicar, analogamente, a regra contida no art. 136, § 2º da Lei das S.A. (MUNHOZ, 2013, p. 357).

Em cenário de controle minoritário, Munhoz aponta que o regime de oferta obrigatória, nos termos apresentados, e a oferta voluntária, devem ser excludentes entre si, uma vez que a cumulação de ambas as ofertas traria barreira excessiva à aquisição do

---

<sup>72</sup> “Já se viu que a oferta pública obrigatória gera custos elevados, na medida em que, para impedir aquisições de controle ineficientes, acaba por impedir também operações que seriam benéficas aos acionistas e à sociedade. Esse balanço de custos e benefícios faz sentido no caso de uma aquisição de controle acionário, fato que importa em profunda transformação da estrutura da companhia. O balanço torna-se, porém, desequilibrado e injustificável na hipótese de a oferta ser aplicada à aquisição de participações acionárias minoritárias. Nesse caso, haveria apenas efeitos negativos, pois a oferta obrigatória serviria como instrumento de dissociação entre poder de controle e propriedade do capital sujeito a risco ou, ainda, de entrenchamento de controlador ineficiente” (MUNHOZ, 2013, p. 355).

controle acionário (MUNHOZ, 2013, p. 359). Deste modo, deveria constituir princípio norteador do modelo a ser adotado no país a exclusão da obrigatoriedade da oferta pública quando apresentada oferta pública voluntária, em melhor adequação aos princípios do tratamento igualitário e da decisão não distorcida<sup>73</sup>.

Além disso, sugere-se a adoção de percentual mais baixo, em relação à oferta obrigatória, para que seja determinada a realização de oferta pública para a aquisição de controle acionário (MUNHOZ, 2013, p. 364). Embora classificada pelo autor como regra não “indispensável”, tal mandamento estaria em linha com os custos decorrentes de cada uma das modalidades de oferta, conferindo-se maior proteção aos acionistas sem, contudo, impedir completamente a aquisição de controle por negócios privados (MUNHOZ, 2013, p. 364).

Vale aqui destacar que há evidente esforço para que seja conferida ao mercado maior segurança em operações como as narradas acima. A então BM&F BOVESPA (atualmente B3) propôs, em meados de 2010, às companhias listadas no Novo Mercado, a inclusão, no Regulamento do Novo Mercado, dispositivo claro que determinaria a realização de OPA nas hipóteses em que determinado acionista atingisse o patamar de 30% (trinta por cento) das ações de companhia listada no segmento. Referida OPA foi então denominada “OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante”.

A proposta em referência acabou sendo rejeitada, não sendo incluída no Regulamento do Novo Mercado. Conforme anúncio divulgado à época, embora a proposta tenha sido afastada, as companhias autorizaram a inclusão voluntária de referida regra nos estatutos sociais, cabendo à companhia, portanto, averiguar a pertinência acerca da adoção da regra proposta<sup>74</sup>.

---

<sup>73</sup> “A oferta obrigatória consubstancia um regime inferior ao da oferta para aquisição de controle, sobretudo quando a companhia não possui acionista controlador majoritário. É que a oferta obrigatória assegura apenas o princípio do tratamento igualitário, mas não oferece aos acionistas a oportunidade de decidir sobre o sucesso, ou não, da aquisição de controle. Assim, no caso de controle minoritário ou de capital pulverizado, a aquisição do controle da companhia, por esse regime, pode ocorrer contra a vontade da maioria dos acionistas. (...) Por isso, não há dúvida de que, no caso de companhia sem acionista controlador majoritário, na qual os acionistas sofrem o problema da decisão distorcida, é de se estimular que seja adotado, preferencialmente à aquisição mediante negócios privados seguida de oferta obrigatória, o método da oferta voluntária para aquisição de controle. Nesta, o princípio da decisão não distorcida poderá ser atendido. Assim, o regime da oferta obrigatória e o da voluntária devem ser excludentes entre si. A eventual cumulação das duas ofertas imporá barreiras excessivamente elevadas às aquisições de controle acionário. Se o controle é adquirido por oferta voluntária, desde que o regramento desta seja adequado, significa que os princípios do tratamento igualitário e da decisão não distorcida foram atendidos. Logo, não há justificativa para uma segunda oferta” (MUNHOZ, 2013, pp. 358-359).

<sup>74</sup> Nos termos do anúncio: “Como decorrência do resultado dessa nova consulta, que teve início em 5/10, com encerramento na quarta-feira, 03/11, às 18h30, a Bolsa: (i) irá excluir da redação final do regulamento do Novo

## 2.7.4 Considerações sobre a OPA por alienação de controle

O art. 254 da Lei das S.A., embora tivesse sofrido as limitações impostas pela Resolução CMN<sup>75</sup>, ainda assim representava importante ferramenta de proteção aos acionistas não controladores de companhias abertas brasileiras. Tanto o foi que, com sua extirpação do ordenamento, observou-se uma série de operações de alienação de controle com o pagamento de prêmios demasiadamente elevados, sem que os demais acionistas da companhia alvo pudessem desfrutar de tais valores.

Nesse sentido, a reintrodução da OPA por alienação de controle no sistema de regulação do mercado acionário foi positiva para o país, aproximando-o de outros ordenamentos<sup>76</sup>, com a finalidade de garantir aos acionistas tratamento igualitário quando da alteração de controle da companhia. Superada a reintrodução da OPA por alienação de controle no ordenamento brasileiro, passou-se a questionar o instituto agora sob a égide do controle minoritário ou de fato, o que até então não havia permeado as discussões nacionais acerca do tema.

A crescente dispersão acionária, notadamente no Novo Mercado, colocou o instituto da OPA prevista no art. 254-A em ambiente inédito, o que trouxe consigo elevada carga de insegurança em aplicá-lo em tais casos. Apreende-se, a partir das vertentes apresentadas neste capítulo, que a doutrina não caminhou de maneira uniforme, havendo, atualmente, três caminhos claros em relação à questão. O mesmo pode ser aplicado à CVM, nos termos do Caso TIM<sup>77</sup>.

No que concerne às correntes doutrinárias, percebe-se que a primeira, apresentada no item 2.7.1, com o intuito de conferir maior segurança jurídica, acaba por diferenciar situações que deveriam ser tratadas da mesma maneira, sob pena de impor aos acionistas não

---

Mercado os itens 3.1.2 (iii) e 15.5 (iii); e (ii) não irá incluir a definição de “OPA por Atingimento de Participação Relevante” e o item 3.1.2.1, de acordo com a manifestação superior a 1/3 do total de participantes em favor desta opção. Dessa forma, não haverá restrição para a inclusão de qualquer modalidade de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por atingimento de qualquer participação acionária que seja considerada relevante pelas companhias já listadas no Novo Mercado ou mesmo para as que vierem a se listar a partir da vigência do novo regulamento”. Disponível em:

<<http://www.acervobmfbovespa.com.br/Archive/ReadPDF?archiveID=276830>>. Acesso em: 16 jul. 2017.

<sup>75</sup> Essencialmente a limitação do alcance da OPA para alcançar apenas acionistas detentores de ações com direito voto.

<sup>76</sup> Ver Capítulo V sobre a regulação do mercado de controle acionário no direito estrangeiro.

<sup>77</sup> Ver Capítulo VI.

controladores ônus que a lei não lhes impõe. Em outros termos, a diferenciação da *fattispecie* de controle existente para a imposição de deveres e responsabilidades ao controlador (e que comportaria o controle minoritário), da *fattispecie* para a aplicação do art. 254-A (que não englobaria o controle minoritário) não se coaduna com o espírito da Lei das S.A. de proteger os acionistas não controladores.

Como bem apontado pela segunda corrente identificada no item 2.7.2, embora possa haver dificuldade em caracterizar o controle minoritário, uma vez existente, deve-se manter a proteção legal conferida aos acionistas que não estejam na posição de controle, devendo ser realizada OPA quando da alienação do controle minoritário. A solução encontrada pela primeira corrente acabaria por distorcer o mercado de controle acionário, além de resultar em flagrante prejuízo a todos os demais acionistas que não tenham participado da operação de alienação de controle acionário.

Por fim, a terceira corrente, em linha com o ordenamento europeu, propõe trazer ao Brasil a experiência de mais de uma década da Diretiva Europeia, adequando-se os percentuais presuntivos de controle à realidade brasileiro. Tal solução, aliada a meios de afastar a necessidade de realização de OPA a determinados casos<sup>78</sup>, poderia contribuir para o desenvolvimento do mercado de controle acionário brasileiro, bem como reduzir substancialmente a insegurança jurídica que permeia o tema. Haja vista a crescente evolução do Novo Mercado, mostra-se desejável a modernização da legislação aplicável, o que poderia representar elemento adicional de incentivo ao segmento.

---

<sup>78</sup> Ver item 2.7.4.

## CAPÍTULO III - PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

### 3.1 Conceito de poder de controle

O poder de controle pode ser compreendido como verdadeiro poder supremo da estrutura hierárquica da companhia, o qual é exercido pelo acionista controlador (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 598). Na icônica lição de Berle e Means (2010), levando-se em consideração que a direção sobre as atividades sociais é exercida pelo conselho de administração, que por sua vez elege a diretoria, é possível afirmar, em termos práticos, que o controle social está nas mãos daquele que, individualmente ou em grupo, possua o poder de escolher e eleger os membros do conselho de administração, ou ao menos a maioria de seus membros<sup>79</sup>.

Já para Bayne (1965, p. 446), o controle representa uma relação de custódia existente entre o administrador nomeado pelo acionista controlador e a companhia, o que dá ensejo ao surgimento de complexa relação de deveres e direitos entre as partes<sup>80</sup>.

Comparato (2014, p. 26), por sua vez, salienta que foram discriminados, pelo legislador brasileiro, “poderes-funções” fundamentais ao funcionamento da economia interna da sociedade anônima. À assembleia geral é atribuído o poder-função deliberante; à diretoria, por sua vez, o poder-função administrativo; ao conselho fiscal, por seu turno, o poder-função sindicante.

Entretanto, embora cada um dos órgãos sociais arrolados possua determinada incumbência, e de forma indelegável, eles não estão equiparados, no mesmo nível, dentro da

---

<sup>79</sup> Tradução livre: “Como a direção sobre as atividades da companhia é exercida por meio do conselho de administração, podemos dizer, para fins práticos, que o controle recai nas mãos o indivíduo ou do grupo que possui o verdadeiro poder de eleger os membros do conselho de administração (ou sua maioria), seja mobilizando o direito de escolhê-los – ‘controlando’ a maioria dos votos diretamente ou por meio de artifícios legais – seja exercendo pressão que influencie na sua escolha”. No original: “Since direction over the activities of a corporation is exercised through the board of directors, we may say for practical purposes that control lies in the hands of the individual or group who have the actual power to select the board of directors, (or its majority), either by mobilizing the legal right to choose them – ‘controlling’ a majority of the votes directly or through some legal device – or by exerting pressure which influences their choice”.

<sup>80</sup> Tradução livre: “o controle corporativo é a relação total de custódia, subsistindo entre o controlador e a companhia, dando ensejo a um complexo de deveres e o correspondente complexo de direitos”. No original: “corporate control is a relation of total custody, subsisting between the office of the controleur and the corporation, giving rise to a complexus of duties and a corresponding complexus of rights”. (BAYNE, 1965, p. 446)



estrutura social. E, ao analisarmos a hierarquia existente no bojo dos órgãos sociais, a assembleia geral é, segundo Comparato (2014, p. 26), o “órgão primário, ou imediato, que investe os demais”, representando, em linha com o entendimento exarado pelos autores do Anteprojeto da Lei das S.A., o “poder supremo da companhia”.

### 3.1.1 O controle interno

O poder de controle interno da companhia é, via de regra, definido em função da assembleia geral, já que este representa verdadeiro “órgão primário da sociedade anônima” (OIOLI, 2011, p. 318), sendo última instância decisória, capaz de investir todos os demais órgãos da companhia. Para Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017, p. 603),

(...) o poder de controle da companhia é modalidade de poder próprio da estrutura interna da companhia e seu fundamento são os direitos de voto conferidos pelas ações, por isso é também referido como “controle acionário”, “controle da sociedade” ou “controle interno”.

Berle e Means apontam que 5 (cinco) grandes tipos de controle podem ser encontrados e distinguidos nas companhias, sendo eles: (i) controle com quase completa propriedade acionária; (ii) controle majoritário; (iii) controle por meio de expedientes legais sem propriedade majoritária; (iv) controle minoritário; e (v) controle gerencial (BERLE; MEANS, 2010, p. 67).

O primeiro deles, segundo os autores, pode ser encontrado em companhias em que um indivíduo, ou pequeno grupo de acionistas, detenha a totalidade – ou quase a totalidade – das ações emitidas pela companhia. Há, nesses casos, a presunção de que tal acionista, ou pequeno grupo de acionistas, esteja na posição de eleger e dominar a administração da sociedade, de modo que propriedade e controle estejam concentradas e combinadas nas mesmas mãos (BERLE; MEANS, 2010, p. 67).

Para Comparato (2014, p. 45), o controle com quase completa titularidade acionária, na forma proposta por Berle e Means para as sociedades unipessoais ou subsidiárias integrais, é inadmissível. No que concerne à sociedade unipessoal, não haveria interesse interno diverso do único acionista a ser considerado<sup>81</sup>.

---

<sup>81</sup> “Na sociedade unipessoal, não há nenhum outro interesse interno a ser levado em consideração, na aplicação das normas legais, além do interesse do titular único do capital social. Por isso mesmo, perdem a eficácia todas

Da mesma maneira, Comparato faz severas críticas ao chamado controle por meio de expedientes ou artifícios legais defendido por Berle e Means. De acordo com o autor brasileiro, dentre os exemplos apresentados pela dupla estrangeira, apenas a figura do “voting trust” poderia ser considerada forma distinta das demais estruturas de controle<sup>82</sup>. Assim, o autor adota a seguinte classificação de estruturas internas de controle que podem ser observadas nas companhias.

### **3.1.1.1 O controle totalitário**

O controle totalitário ocorrerá nas ocasiões em que “nenhum acionista é excluído do poder de dominação na sociedade” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 50), o que pode ser observado essencialmente nas sociedades unipessoais, bem como nas sociedades familiares, que ostentariam o denominado controle totalitário conjunto. A unanimidade, nesses casos, é mandatória para que reste caracterizado o controle totalitário.

Todavia, como bem lembrado pelo autor, as companhias foram historicamente criadas para permitir corpo acionário amplo – o que efetivamente se observa - razão pela qual não haveria fundamento para que a regra de consentimento unânime fosse aplicada às deliberações sociais.

### **3.1.1.2 O controle majoritário**

Em face do exposto acima, adotou-se nas legislações societárias o princípio majoritário que, em termos objetivos, estabelece que o ordenamento social deve estar

---

as regras para regular conflitos de interesse entre sócios. Basta, no entanto, que exista um só outro acionista, titular de uma única ação, ainda que sem direito de voto, para que se dissipe o caráter totalitário do controle e reapareça a possibilidade de conflitos de interesse entre sócios” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 45).

<sup>82</sup> “Muito discutível é a terceira espécie de controle na classificação de Berle e Means: aquele que se exerce mediante um expediente ou artifício legal. Dos exemplos assinalados pelos prestigiosos autores – o controle piramidal ou em cadeia num grupo societário, a existência de ações sem direito de voto, a emissão de ações com voto limitado e o *voting trust* – somente o último poderia, a rigor, ser distinguido das demais espécies de controle, pela própria peculiaridade do *trust* de dissociar direitos de vários titulares sobre uma mesma coisa. O *trustee* não pode ser assimilado a um proprietário (owner), e nesse sentido exerce o controle sem propriedade, mas, fundado, de qualquer modo, em direito próprio. A originalidade do instituto não permite a generalização dessa espécie particular de controle aos demais sistemas jurídicos” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 54).

alinhado ao maior número possível de pessoas, em desacordo com o menor número possível (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 51).

Para Berle e Means, o controle majoritário representa a primeira fase de separação entre propriedade e controle, já que deter a maioria do capital social de determinada companhia outorga a um indivíduo, ou pequeno grupo de acionistas, o poder de eleger a maioria dos membros do conselho de administração da companhia. Evidentemente que há determinadas matérias que exigem quórum além da maioria simples do capital social votante. Nesses casos, tanto estes autores quanto Comparato entendem que pode haver, dentro do controle majoritário, diferentes níveis possíveis de serem observados. A diferença entre tais níveis decorreria da verificação ou não, no caso concreto, de minoria qualificada, o que torna o controle majoritário simples ou absoluto, conforme o caso<sup>83</sup>.

Além disso, o bloco majoritário, usualmente, é composto por grupos de acionistas, os quais se alinham por interesses comuns, sejam eles temporários ou de modo permanente no âmbito social. Em tais hipóteses, pode-se falar em controle conjunto ou por associação (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 53).

---

<sup>83</sup> Comparato elenca hipóteses previstas em lei em que uma minoria qualificada organizada é capaz de influir diretamente nos rumos sociais, sendo-lhes garantidas as seguintes prerrogativas: “Acionistas que representem, pelo menos, cinco por cento do capital social têm direito a pedir, judicialmente, a exibição por inteiro dos livros da companhia, desde que apontem atos violadores da lei ou do estatuto, ou desde que haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer órgão da companhia (art. 105). Com a titularidade de ações representando igual porcentagem do capital social, é igualmente facultado ao acionista: a) propor ação social de responsabilidade *uti singuli* contra os administradores, se a assembleia deliberar não promover a ação (art. 159, § 4º); b) obter do conselho fiscal informações sobre matérias de sua competência (art. 163, § 6º); c) propor a ação de dissolução da companhia que não puder preencher o seu fim (art. 206, nº II, b); d) propor ação social *uti singuli* de perdas e danos contra a sociedade controladora pelos danos causados à companhia controlada, por abuso de poder (art. 246, § 1º, a). Com cinco por cento do capital sem direito a voto, ou dez por cento do capital votante, tem o acionista o direito potestativo de obter a instalação do conselho fiscal, nas companhias em que o seu funcionamento não for permanente (art. 161, § 2º). Com cinco por cento do capital social, podem convocar a assembleia-geral, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, ao seu pedido de convocação, desde que o pedido seja devidamente fundamentado com a indicação das matérias a serem tratadas (art. 123, parágrafo único, c). Com dez por cento do capital votante, podem: a) requerer a adoção do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do conselho de administração (art. 141); b) eleger, em votação separada, um membro do conselho fiscal e respectivo suplente (art. 161, § 4º, a)” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 52-53).

### 3.1.1.3 O controle minoritário

Situação “bem mais interessante” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 53) é o controle minoritário, amparado em ações com direito a voto em número inferior à metade do capital social votante. De princípio, impõe-se esclarecer que o controle minoritário é implicitamente reconhecido por nosso ordenamento. Todavia, jamais é presumido, tal como ocorre em legislações estrangeiras<sup>84</sup> (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 55). Questão frequentemente “mal interpretada” pela doutrina (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 57), o controle minoritário é consagrado pelo ordenamento brasileiro quando analisamos o capital social total da companhia.

Isso se deve, pois, o art. 15, § 2º, da Lei das S.A.<sup>85</sup> autoriza expressamente a emissão de até 50% (cinquenta por cento) do capital social em ações preferenciais, sem direito de voto. O sistema brasileiro, portanto, pode ser caracterizado como “um sistema em que há opção clara pelo controle minoritário, no que respeita o capital total da companhia” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 57).

Dessa maneira, observada a opção evidente do legislador pelo reconhecimento do controle minoritário no âmbito do capital social total da companhia, é de todo impossível, segundo Salomão Filho, defender princípio majoritário absoluto quando analisado o capital social votante. Conforme os autores (2014, p. 57):

Ora, em presença de uma opção tão clara do legislador brasileiro a favor do reconhecimento do controle minoritário, seria impossível e ilógico propugnar por um princípio majoritário absoluto dentro do capital com direito a voto. Isso significa que seria ilógico afirmar que só acionistas detentores da maioria do capital votante da companhia podem ter o seu controle.

Todavia, faz-se necessário salientar que o controle minoritário, no âmbito do capital social com direito a voto, deve ser analisado com cautela, já que substancialmente diverso do controle minoritário observado no capital social total da companhia. Isso porque os adquirentes de ações com direito a voto possuem interesse em participar efetivamente das decisões tomadas e rumos a serem traçados para a companhia, de modo que são “meros

---

<sup>84</sup> Ver Capítulo VI sobre a regulação do mercado de controle acionário em ordenamentos estrangeiros.

<sup>85</sup> Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confiram a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. (...) § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

sócios” com o intuito de investir capital a ser gerido por terceiro (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 58).

Ainda, a exigência de que o poder seja efetivamente utilizado para “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” somente integra a definição de acionista controlador nas hipóteses de controle minoritário, já que, se ausente, dito acionista perderá, efetivamente, o comando da companhia (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 74). A redação contida na alínea ‘a’ do art. 116 poderia, em situação extrema, afastar a existência de controle minoritário, haja vista que, em última análise, não seria assegurado, “de modo permanente”, ao acionista com participação não majoritária (inferior a 50% das ações com direito a voto) a maioria dos votos tomados em deliberações nas assembleias gerais da companhia. O poder de controle minoritário, nesses termos, poderia padecer do requisito contido na alínea acima referida.

Todavia, muito mais que a garantia de permanência, o controle minoritário dependerá, essencialmente, da efetividade do poder alcançado por determinado acionista ou grupo de acionistas, a ser observado empiricamente. O Regulamento do Novo Mercado, ao dispor sobre a alienação de controle de companhia já listada e a OPA decorrente de tal operação, caminha neste sentido e define controle como o poder efetivamente exercido por determinado acionista para dirigir e orientar as atividades sociais da companhia, independentemente da participação acionária ostentada por dito acionista<sup>86</sup>.

Ou seja, no que concerne às companhias listadas no Novo Mercado e sujeitas ao seu regulamento, para fins de caracterização de controle, busca-se mais a efetividade do poder de dirigir a atividade empresarial, mitigando-se a discussão acerca da permanência em um determinado número de assembleias gerais de acionistas realizadas pela companhia.

Penteado (1989, pp. 50-51), especificamente sobre o exercício do poder de controle como elemento integrativo de definição de acionista controlador, ensina que há três correntes que versam sobre o tema, filiando-se àquela na qual se defende que somente é necessária comprovação do uso efetivo no caso de poder minoritário, levando-se em consideração que a maioria das ações com direito a voto pressupõe o *status* de acionista controlador<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> A regra em tela está contida no art. 37, § 1º do Regulamento do Novo Mercado: “para fins desta seção, entende-se por controle e seus termos correlatos o poder efetivamente utilizado por acionista de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida”.

<sup>87</sup> “(...) o exercício efetivo do poder de controle é elemento integrativo da definição de acionista controlador e da sociedade controladora, ou esse atributo é inerente a quem detenha a maioria das ações votantes? A resposta a essa indagação dividiu os doutrinadores. De um lado alinharam-se aqueles que o uso efetivo do poder de

Entretanto, embora mitigada, a permanência ou mesmo a estabilidade do controle minoritário poderá ser verificada em diferentes níveis, a depender das características e níveis de dispersão acionária da companhia. Azevedo (2010, p. 233), ao tratar sobre os diferentes graus de estabilidade do poder de controle minoritário que podem ser encontrados, ensina que:

o poder de controle minoritário será revestido de maior ou menor grau de estabilidade, a depender da atuação dos acionistas titulares de participações minoritárias, porém, expressivas no capital votante, em conjunto e visando objetivos comuns, seja em observância de acordos de voto arquivados na sede social (sujeitos, portanto, à execução específica judicial e extrajudicial na forma dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S/A), seja em observância de acordos não arquivados ou de compromissos não escritos, ainda que transitórios.

A efetiva atuação do acionista controlador minoritário, bem como o nível de dispersão acionária experimentada pela companhia, são fatores determinantes para que seja apurado o maior ou menor grau de estabilidade do poder de controle existente naquele momento. Companhias com maior grau de dispersão acionária, em que haja bloco de controle minoritário organizado, atrelado a um acordo de acionistas em que há disposições expressas sobre voto conjunto, possuem controlador minoritário com relevante predominância nas assembleias gerais, com poder suficiente para eleger e destituir a maioria dos membros do conselho de administração da companhia.

Como bem lembrado por Salomão Filho, “a discussão controle majoritário-minoritário, mais que uma definição de hipótese legal de incidência, relaciona-se à disciplina a ser aplicada” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 60). Para fins de aplicação da disciplina de responsabilidade de acionista controlador, o controle minoritário é “plenamente suficiente”. Já para fins de aplicação das regras de alienação de controle acionário, serão apresentadas no item 4.3 abaixo as considerações atinentes ao tema.

---

controle é indispensável à caracterização tanto do acionista controlador, quanto da sociedade controladora (...). Uma corrente intermediária sustenta que a prova do uso efetivo do poder de controle só é necessária para identificar o acionista controlador-pessoa física, sendo dispensável no relacionamento intersocietário, para caracterizar a sociedade controladora ou de comando, visto que em tais hipóteses o referido exercício é sempre presumido ou suposto. Por derradeiro, há uma terceira posição doutrinária, que a nosso ver de forma acertada julga necessária a comprovação do uso efetivo do poder de controle apenas no caso de controle minoritário, posto que a detenção da maioria das ações votantes sempre pressupõe o status de acionista controlador ou de sociedade controladora ou de comando” (PENTEADO, 1989, pp. 50-51).

### 3.1.1.4 O controle gerencial

Trata-se de controle, como preceitua Berle e Means, encontrado em situações em que há elevada dispersão acionária, de modo que não pode ser observada sequer participação minoritária relevante o suficiente para dominar as deliberações sociais (2010, p. 78). É, portanto, o controle interno “totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 60).

E, para explicar como ocorre a eleição (ou manutenção) dos administradores, Berle e Means (2010, p. 80) esclarecem que há, basicamente, três alternativas ao acionista quando convocado para determinada assembleia geral: (i) não comparecer; (ii) comparecer e pessoalmente participar e votar pelas deliberações colocadas na ordem do dia; ou (iii) outorgar para terceiro (*proxy committee*), via mandato, os poderes de voto. E, como o voto singular influirá muito pouco no resultado da deliberação, o acionista é, possivelmente, conduzido à terceira alternativa, outorgando poderes ao *proxy committee* apontado pela administração da companhia.

Nessa hipótese, levando-se em consideração que o *proxy committee* é nomeado pela atual administração, pode-se inferir que esta acaba por escolher os seus próprios sucessores, o que resulta em autoperpetuação na administração da companhia. Este fenômeno é denominado pelos autores de “management control” (BERLE; MEANS, 2010, p. 82).

E, embora haja a possibilidade de perpetuação no poder, os autores lembram que, nas hipóteses em que há má condução dos negócios sociais, é possível a organização e a formação de grupo dissidente capaz de enfrentar a administração vigente e substituí-la. Para Comparato (2014, p. 62), o controle gerencial coloca-se diante do fenômeno de personalização da companhia, já que o controle não se fundaria mais em titularidade acionária, transcendendo, de certa maneira e dadas às devidas proporções, a vontade dos acionistas da companhia.

Todavia, o autor complementa que ainda não há, no Brasil, companhias controladas exclusivamente por seus administradores, já que a concentração acionária ainda caracteriza as companhias nacionais (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 63).

### 3.1.2 O controle externo

Há situações em que “a última palavra na orientação da empresa não procede de um acionista nem dos administradores da sociedade” (PEREIRA, 1995, p. 13). É possível que as companhias possam estar sujeitas à peculiar situação em que determinado credor ou fornecedor possa conduzir objetivamente os rumos da companhia. Tais situações são identificadas pela doutrina como controle externo.

O endividamento da companhia dá ensejo a uma série de hipóteses em que pode ser verificado o controle externo. O direito de crédito detido contra a companhia pode levar o credor a “dominar a devedora, comandando a sua exploração empresarial” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 78). Inicialmente, Comparato invoca, como exemplo de surgimento de controle externo, as operações de empréstimo em que as ações que compõem o bloco de controle são dadas em penhor. Embora a lei brasileira não vede os direitos de voto do acionista garantidor, ela possibilita que o contrato estabeleça mecanismo de aprovação prévia, pelo credor pignoratício, de orientação de voto em determinadas matérias<sup>88</sup>.

Outra situação comumente observada de controle externo decorre das operações de emissão de debêntures. Trata-se, como aponta Comparato, de situação mais de fato que de direito, essencialmente decorrente do montante elevado e da situação financeira geralmente debilitada da companhia emissora (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 80), salvo algumas exceções. A exceção à regra decorre do quanto disposto no art. 26, § 4º da Lei nº 4.728/65, que confere às instituições financeiras intermediadoras, no lançamento de debêntures, o direito de indicar membro ao conselho fiscal da companhia emissora até o resgate final de todas as obrigações emitidas<sup>89</sup>.

É importante destacar as obrigações conversíveis em ações, uma vez que a Lei das S.A. estabelece que dependerá de aprovação dos debenturistas, enquanto perdurar o direito de conversão, a aprovação prévia para as seguintes alterações no estatuto social da

---

<sup>88</sup> Trata-se da disposição contida no art. 113 da Lei das S.A.: Art. 113. O penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações.

<sup>89</sup> Art. 26. As sociedades por ações poderão emitir debêntures, ou obrigações ao portador ou nominativas endossáveis, com cláusula de correção monetária, desde que observadas as seguintes condições: (...) § 4º Será assegurado às instituições financeiras intermediárias no lançamento das debêntures a que se refere este artigo, enquanto obrigadas à sustentação prevista na alínea d do § 2º, o direito de indicar um representante como membro do Conselho Fiscal da empresa emissora, até o final resgate de todas as obrigações emitidas.



companhia: (i) mudança do objeto social da companhia; e (ii) criação de ações preferenciais ou modificação nas vantagens das ações atualmente existentes, em prejuízo das ações em que as debêntures são conversíveis (art. 57, § 2º da Lei das S.A.).

Os contratos de concessão, assim como os contratos de franquia, são elencados por Comparato como situações em que, dadas as características contratuais, há também o surgimento de controle externo exercido pelos concedentes<sup>90</sup>.

### 3.2 A figura do acionista controlador na legislação brasileira

O fenômeno do controle da companhia começou a ser estudado na década de 1930 e, até a edição da Lei das S.A., não havia legislação que tivesse reconhecido a figura do acionista controlador, com a regulação de sua função no âmbito da sociedade (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 592).

Em exposição de motivos do Anteprojeto que deu origem à Lei das S.A., os autores Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (1992, p. 230) puderam esclarecer que o texto legal que ali surgia dava status próprio à figura do acionista controlador no ordenamento brasileiro, de modo que “o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa”.

Como bem delimita Munhoz (2014, p. 216), o acionista controlador representa verdadeiro órgão dentro das companhias, consubstanciando terceira instância hierárquica, para além da assembleia-geral e da administração eleita. O acionista controlador é definido no art. 116 da Lei das S.A., que assim estabelece:

---

<sup>90</sup> “No mercado de produtos técnicos altamente especializados, sobretudo, o distribuidor costuma, frequentemente, submeter-se ao dilema de tornar-se concessionário ou cessar de comercial. A supremacia ou mesmo monopólio técnico do concedente leva o concessionário a aceitar, facilmente, cláusulas contratuais pelas quais o concedente exerce permanente fiscalização sobre as instalações materiais daquele e a qualificação profissional dos seus empregados. O concessionário se obriga a utilizar os métodos de venda e de publicidade ditados pelo concedente, e assegurar um serviço de reparação ou manutenção pós-venda. São, igualmente, frequentes os empréstimos feitos pelo concedente ao concessionário, para a reforma de suas instalações, bem como a exigência de um capital mínimo e de organização jurídica da exploração empresarial sob determinada forma societária. Tudo isso, coberto pela sanção temível da retirada da concessão, costuma deixar os concessionários à inteira mercê dos concedentes. No que respeita ao *franchising*, o nosso vigente Código da Propriedade Industrial, Lei nº 9.279, de 14.05.1996, reconhece a possibilidade de o concedente do uso da marca ou do sinal de propaganda estipular o direito de ‘exercer controle efetivo sobre as especificações, natureza e qualidade dos respectivos produtos ou serviços’ (art. 139)” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 82-83).

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 assembleia-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.

A legislação brasileira, de maneira pioneira e peculiar, destacou a figura do acionista controlador, impondo-lhe, segundo dito autor, “responsabilidade e obrigações especialíssimas” (WALD, 1998, p. 8). Nos termos da Lei das S.A., para que seja caracterizado acionista controlador de determinada companhia, é necessária a coexistência de 4 (quatro) requisitos: (a) titularidade de direito de sócios que lhe assegurem; (b) de modo permanente; (c) a maioria de votos nas deliberações tomadas em assembleia-geral e poder de eleger a maioria dos administradores; e (d) utilizar efetivamente o poder para dirigir e orientar as atividades da companhia. Passemos, então, a analisar cada um dos requisitos contidos no excerto legal em referência.

A titularidade de direitos de sócios, segundo Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017, pp. 592-593), representa expressão hábil para englobar não só o acionista detentor de ações com direito a voto, mas também abranger usufrutuários das ações, uma vez que a Lei das S.A. permite que o direito de voto seja exercido por ele ou pelo nu-proprietário, conforme estabelecido no instrumento de constituição do usufruto.

Já o poder “de modo permanente”, nos dizeres de ditos autores, exclui do conceito de acionista controlador “os titulares de direito de voto que formam eventualmente a maioria nas deliberações de uma ou algumas reuniões da Assembleia Geral”. Nesse sentido, classificam o controle como absoluto nos casos em que o acionista controlador ostente a maioria absoluta dos votos conferidos pela totalidade das ações do capital social da companhia; e relativo quando, ainda que não absoluto, o número de votos de titularidade de dito acionista garanta a maioria nas deliberações, levando-se em consideração o absenteísmo existente.

Carvalhosa (2011, p. 518-519), por seu turno, é mais enfático ao versar sobre o requisito de permanência. De acordo com o autor, o tal requisito “decorre da propriedade de 50% mais uma das ações votantes”, afastando-se do conceito de controle relativo acima apontado. Adicionalmente, o autor defende que a lei buscou identificar como acionista

controlador aquele que não poderá ser destituído de seu poder-dever por qualquer outro acionista ou grupo de acionistas (CARVALHOSA, 2011, p. 518-519). Assim, é conferida estabilidade à administração da companhia, na medida em que a maioria de seus membros somente poderá ser destituída pelo próprio acionista controlador.

Munhoz (2014, p. 218), em posicionamento distinto, defende que “o poder exige estabilidade, mas não imutabilidade”. Ou seja, a expressão “de modo permanente” contida no art. 116 da Lei das S.A. não exige que o poder de controle seja eternamente conferido a um mesmo acionista, mantendo-o incólume e imune a qualquer ameaça. No entender do autor, o requisito afasta tão somente o poder conjuntural, esporádico, fortuitamente observado na prevalência em deliberação isolada (MUNHOZ, 2014, p. 218).

No que concerne ao poder de eleger a maioria dos administradores, o poder de controle é justamente revelado nas deliberações tomadas em assembleias-gerais da companhia para tanto, haja vista que, por meio de estipulações estatutárias ou de acordos de voto, é possível observar a maioria nas deliberações sociais por determinado grupo de acionistas sem que, no entanto, eleja a maioria dos administradores da companhia (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 593).

Já em relação ao exercício efetivo do poder de controle, importa destacar que parte da doutrina diferencia e flexibiliza tal requisito, a depender da estrutura de controle presente na sociedade. Salomão Filho (2014, p. 58), em linha com Penteado (1989), assim dispõe sobre o art. 116 da Lei das S.A. e o requisito de uso efetivo do poder de controle:

Muito discutida é a existência no referido artigo de dois requisitos para a qualificação do controle: em primeiro lugar, a existência de direitos de sócios 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.

Ainda que seja adotada a diferenciação apresentada acima, é elementar notar que a lei brasileira não vincula o acionista controlador a percentual mínimo de ações com direito a voto, bem como não estabelece a maioria do capital social votante como requisito para sua caracterização. Tem-se, objetivamente, a definição decorrente de situação fática, qual seja,

a preponderância nas deliberações, com a eleição da maioria dos membros da administração da companhia<sup>91</sup>.

### 3.3 A *fattispecie* de controle para a disciplina de alienação de controle

É importante, para fins do presente estudo, buscar identificar a *fattispecie* de controle adequada para a disciplina contida no art. 254-A da Lei das S.A. No que concerne, por exemplo, às hipóteses de abuso de poder identificadas no § 1º do art. 117 da Lei das S.A., a maioria delas refere-se a atos bastante específicos e de duração limitada e determinada (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 59). Nesse sentido, para essa finalidade, a *fattispecie* de controle, conforme delimita Salomão Filho (2014, p. 59), leva em conta o “controle momentâneo”, observado de fato e, ainda que seja minoritário, suscetível de alteração no momento imediatamente posterior ao evento cuja finalidade da lei é coibir.

Para fins de aferição de alienação de controle, entretanto, o autor entende que posicionamento diverso deve ser assumido. Em tais casos, é defendido por Salomão Filho (2014, p. 59) que:

Só há sentido em aplicá-la em relação a posições jurídicas que possam ser avaliadas como tal, inclusive do ponto de vista patrimonial (...). Daí por que a disciplina de alienação de controle requerer e utilizar tradicionalmente definições estáveis de poder de controle, como posição jurídica.

O autor relembra, como exemplo de posição estável de controle, a Resolução CMN nº 401/76 que, em seu art. IV, estipulava que, nas companhias em que o controle era exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não tivesse a titularidade da maioria absoluta das ações com direito a voto, seria considerado acionista controlador, para fins de aplicação da OPA por alienação de controle, o titular de ações que lhe assegurassem a maioria absoluta dos votos nas últimas três assembleias-gerais da companhia.

Ainda, com o intuito de separar claramente a *fattispecie* de controle para cada situação, o autor defende que, para fins de responsabilização, o controle minoritário é

---

<sup>91</sup> É exatamente nesse sentido a lição de Munhoz (2014, p. 2018): “Não há na lei brasileira, portanto, ao definir acionista controlador e sociedade controladora, referência à titularidade de um percentual mínimo de ações. A Lei das S/A não conceituou acionista controlador como aquele que é titular da maioria do capital votante. Definiu-o em função de uma situação de fato, qual seja, o poder de preponderar nas deliberações sociais e de eleger a maioria dos administradores”.

“plenamente suficiente”. Já para a disciplina de alienação de controle, “o requisito da maioria consolidada do capital votante tende a ter aplicação e interpretação maior” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 60).

Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017, p. 1455) lembram que o art. 116 da Lei das S.A. contém regra elaborada para disciplinar os deveres e responsabilidades do acionista controlador, de tal sorte que engloba como requisito essencial o exercício efetivo e permanente do poder de controle. Todavia, para fins de aplicação do art. 254-A, ou seja, para fins de delimitar a *fattispecie* de poder de controle aplicável às operações de alienação de controle, entendem que tal característica não constitui elemento essencial<sup>92</sup>.

Oioli (2014, p. 310), por sua vez, não defende a difusão das teses favoráveis à existência de dois conceitos distintos de acionista controlador na Lei das S.A. – um para amparar dos deveres e responsabilidades aplicáveis ao controlador e outro para fins de aplicação da regra contida no art. 254-A. Em face disso, reconhece que ambos (art. 116 e art. 254-A) encontram o mesmo fundamento, qual seja, “a concepção de controle como um poder, que enseja responsabilidade pelo seu mau exercício, bem como a possibilidade de saída da companhia pelo acionista minoritário em caso de alteração de seu titular” (OIOLI, 2014, p. 311).

Em outro extremo está a tese defendida por Eizirik (2010, p. 186), a qual identifica como bloco de controle somente aquele composto por ações representativas de mais da metade do capital social votante da companhia. Em outras palavras, a *fattispecie* de controle a ser adotada para fins de aplicação da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A. seria o controle majoritário, uma vez que eventual controlador minoritário não deteria o controle da companhia, e sim apenas o exerceria, em função da dispersão do capital social votante.

Por fim, vale aqui mencionar a corrente identificada no item 2.7.3 deste trabalho, em que há proposta por nova regulação do mercado de controle acionário. Tem-se, em essência, a propositura de criação, no ordenamento pátrio, de nova *fattispecie* para as operações de aquisição de controle, bastante próxima daquela adotada pela Diretiva Europeia. Em tais

---

<sup>92</sup> “Ao aplicar ao artigo 254-A a noção de controle derivada da definição de acionista controlador do artigo 116, deve o intérprete levar em consideração que essa definição foi concebida com o objetivo de servir de base à disciplina da responsabilidade do acionista controlador. Por esse motivo, inclui como elemento essencial para a configuração do conceito de acionista controlador, o exercício permanente e efetivo do poder de controle. Esta característica, entretanto, não é essencial à definição de bloco de controle nem é levada em conta para fins do artigo 254-A, que contempla o controle sob o ângulo de sua transferência e não da responsabilidade de seu detentor” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 1455).

termos, propõe-se a definição de “participação mínima do capital social como presuntiva de controle, acompanhado de exceções, as quais são fundamentais para que a disciplina observe o necessário equilíbrio” (MUNHOZ, 2013, p. 356).

A disciplina sugerida inverte, de certo modo, o raciocínio atualmente existente sobre a averiguação de exercício do controle minoritário. Presume-se, na hipótese proposta, que há controle a partir de determinada participação acionária e que, portanto, deve ser lançada pelo adquirente do controle a respectiva OPA. A análise das exceções a serem previstas no modelo sugerido servirá, objetivamente, para averiguar se o adquirente, ato contínuo à aquisição da participação acionária objeto do negócio, preponderará nas assembleias seguintes da companhia, afastando-o da obrigação de realizar OPA caso verificada uma das exceções a serem estipuladas.

Trata-se de posicionamento que vem ganhando força no mercado, uma vez que entidades de autorregulação, como o CAF, aproximam suas disposições à corrente ora tratada. São nesses termos, como já apresentado neste trabalho, as definições de “Participação Acionária Relevante” e “Poder de Controle” contidas no Código CAF<sup>93</sup>.

### **3.4 Considerações sobre o poder de controle nas sociedades anônimas**

De início, constata-se que o ordenamento brasileiro reconhece a figura do acionista controlador minoritário, impondo-lhe deveres e responsabilidade perante a companhia e os *stakeholders* que a circundam. Embora a Lei das S.A. tenha sido, efetivamente, elaborada sob a ótica do capital concentrado, não é possível defender que o controle de fato não tenha sido nela refletido e regrado.

Isso posto, e em linha com o disposto no item 2.7.4, o controle minoritário está sujeito ao regramento especial criado pela Lei das S.A., não podendo seu titular se esquivar das responsabilidades por ela impostas, respondendo o controlador de fato tal qual o controlador majoritário. Ainda, no que concerne à espécie de controle que deveria ser adotada para fins de aplicação da regra contida no art. 254-A, embora a discussão em torno da separação entre o controle momentâneo e o controle seja válida, compreendemos que a separação em tela

---

<sup>93</sup> Ver Capítulo IV.

não deveria impedir que, em caso de alienação de controle minoritário, seja imposta ao adquirente a realização de OPA.

Como bem anotado por Oioli (2014, p. 310), tanto o art. 116 quanto o art. 254-A recaem sobre a mesma concepção de controle, sendo o primeiro artigo o meio pelo qual o acionista é responsabilizado por seus atos na qualidade de controlador, e o segundo a positivação da proteção conferida aos acionistas minoritários, impondo-se ao adquirente do controle a realização mandatória de OPA.

## **CAPÍTULO IV - O NOVO MERCADO, A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO BRASIL E A CRIAÇÃO DO CAF**

### **4.1 O Novo Mercado da B3 – Regulamento e Principais Inovações**

O mercado de valores mobiliários brasileiro, ao final da década de 1990, era enxergado como “desestimulante em diversos sentidos” (DONAGGIO; SERAFIM; WELLISCH, 2015, p. 263). Nos dizeres de ditas autoras (2015, p. 264):

No que se refere à falta de atratividade sob o ponto de vista das companhias, havia um alto índice de cancelamentos (também relacionado com as privatizações da época), baixo interesse por novas aberturas de capital devido ao mercado ser pequeno, falta de liquidez, baixa taxa de poupança, e forte interesse de grandes companhias brasileiras em negociar seus papéis nas Bolsas de Valores norte-americanas (...). Sob o ponto de vista dos investidores, elementos como a extinção do direito de tag along, a recorrência do fechamento branco de capital e a emissão de 2/3 de ações preferenciais sem direito a voto tornavam o investimento racionalmente impossível.

Sendo assim, em 2000, ainda ante cenário de baixa atratividade do mercado de capitais brasileiro, atrelada à baixa proteção conferida aos acionistas minoritários, a então BM&FBovespa lançou novos seguimentos de listagem de companhias, denominados Novo Mercado, Nível I e Nível II. Segundo Santana (2008, p. 1), a premissa básica que norteou a criação do Novo Mercado, em dezembro de 2000, foi a de que a redução de risco sob a percepção dos investidores poderia criar cenário positivo no valor e liquidez dos títulos negociados. Neste cenário, afirma dita autora que os investidores, a partir de dois elementos básicos, poderiam vislumbrar redução no risco atrelado à atuação no mercado de capitais: a diminuição da assimetria informacional havida entre os acionistas controladores e os demais acionistas da companhia; e direitos e garantias adicionais a serem garantidos aos acionistas não controladores.

Outro ponto que merece atenção era a predominância até aquele momento, nas companhias brasileiras, de ações sem direito a voto (ações preferenciais), o que permitia que acionistas controladores pudessem exercer o seu poder com pequena parcela do capital social da companhia (SANTANA, 2008, p. 9). Além disso, Santana (2008, p. 9) relembra que tais acionistas (preferencialistas e, geralmente, predominantes no capital social) não eram contemplados pela OPA por alienação de controle prevista no art. 254-A da Lei das S.A.



Para contornar tais problemas, e sem que novos movimentos legislativos precisassem ser tomados, a então BM&FBovespa decidiu por criar suas próprias regras de listagem para novos segmentos. Acreditava-se que, com os investidores possuindo percepção de redução dos riscos derivados do mercado de capitais, com a criação de novas ferramentas de transparência e proteção aos acionistas minoritários, o mercado de capitais brasileiro poderia angariar novas companhias, além de incentivar novas emissões pelas companhias já listadas (SANTANA, 2008, p. 11). No mesmo sentido, dita autora esclarece que havia no mercado brasileiro percepção de que realizar um IPO e manter a companhia com o seu capital aberto seria demasiadamente custoso (SANTANA, 2008, p. 11).

Desde sua gênese, as companhias listadas no Novo Mercado devem, voluntariamente, adotar práticas de governança corporativa que vão além das previstas no ordenamento pátrio (SANTANA, 2008, p. 12). Já os Níveis I e II, segundo Santana (2008, p. 12), serviriam como níveis intermediários entre o segmento tradicional e o Novo Mercado no que se refere às regras de governança corporativa, como verdadeiros degraus para a crescente adaptação, pelas companhias, aos novos parâmetros introduzidos, servindo como opção os casos em que a migração direta para o Novo Mercado não seria factível<sup>94</sup>.

O Novo Mercado teve sua primeira listagem ocorrido em 2002, tornando-se desde então o padrão de transparência e governança corporativa exigido pelos investidores, desde então, para as novas operações de abertura de capital no país. Os principais impulsionadores iniciais do Novo Mercado foram os investidores estrangeiros, responsáveis por mais de 70% do montante investido nos primeiros anos de existência do segmento (DONAGGIO; SERAFIM; WELLISCH, 2015, pp. 266-267). Ainda, como apontado por Oioli (2014, p. 69-

---

<sup>94</sup> Em tradução livre: “Para assegurar que todas essas companhias tivessem um caminho para a melhoria em suas práticas de governança corporativa, os Níveis I e II de Governança Corporativa foram criados. Esses dois segmentos intermediários entre o padrão BOVESPA e o Novo Mercado são propostos para servir como degraus que facilitarão a gradual adaptação pelas companhias nos casos em que a migração direta ao nível mais alto não é factível. As exigências do Nível I são mais próximas da regulação brasileira, mas estabelecem obrigações adicionais relacionados à disponibilização de informações. O Nível II exige que as companhias atendam a quase todas as obrigações do Novo Mercado, salvo a possibilidade de serem mantidas as ações preferenciais. Todavia, tais ações gozarão do direito de tag-along por 80% do preço de venda as ações de controle, assim como o direito de voto em determinadas situações importantes”. No original: “To ensure that all of these companies had a path to follow toward improving their corporate governance practices, Corporate Governance Levels 1 and 2 were created. These two intermediate segments between the traditional BOVESPA market and the Novo Mercado are intended to serve as stepping stones that will facilitate gradual adaptation by companies when direct migration to the top level is not considered feasible. Level 1 requirements most closely resemble Brazilian regulations but establish additional obligations related to the disclosure of information. Level 2 requires that companies comply with almost all the obligations of the Novo Mercado, except for the possibility of keeping their preferred shares. However, those preferred shares are assured tag-along rights of 80 percent of the price at which control is sold, as well as the right to vote in certain important situations” (SANTANA, 2008, p. 12).

70), o Novo Mercado representou medida adequada para o enfraquecimento de determinadas estruturas que contribuíam para a manutenção do controle acionário, de modo que acabou por resultar em ambiente fértil para a diluição do controle no mercado de capitais brasileiro.

O Novo Mercado conduz as companhias “ao mais elevado padrão de governança corporativa”<sup>95</sup>, tendo passado por revisões em seu regulamento nos anos de 2006<sup>96</sup>, 2011<sup>97</sup> e 2017, com a entrada em vigor de sua mais recente versão em 02.01.2018. Como segmento de mais alto nível de governança corporativa, o Novo Mercado pode ser destacado pelas seguintes características constantes do Regulamento atualmente vigente:

- a) capital social das companhias deve ser composto exclusivamente de ações ordinárias com direito de voto (art. 8º);
- b) nos casos de alienação de controle acionário, a OPA decorrente deverá ser realizada pelo adquirente a todos os demais acionistas da companhia e pelo mesmo valor pago pelas ações do bloco de controle (art. 37);
- c) deve-se manter, ao menos, 25% das ações da companhia em circulação, no chamado “free float” (art. 10);
- d) exigência mínima de 2 (dois) conselheiros independentes, ou 20% (vinte por cento) do conselho de administração, o que for maior (art. 15);
- e) divulgação, via formulário de referência, da remuneração dos membros do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal (art. 19);
- f) separação absoluta entre o presidente do conselho de administração e o diretor presidente, vedando-se a cumulação pela mesma pessoa (art. 20);

---

<sup>95</sup> Descrição oferecida pela B3, disponível em [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/). Acesso realizado em 5.5.2018.

<sup>96</sup> “A primeira Reforma do Regulamento ocorreu em 2006. Havia no total 21 companhias listadas no segmento. As alterações propostas e aprovadas na época foram: estabelecer requisito mínimo de 20% de conselheiros independentes, mandato dos conselheiros unificado e ampliado para dois anos, adesão de resolução de conflitos por meio de arbitragem prevista em estatuto social para todos os acionistas das companhias listadas (realizada pela CAM), e definição de propriedade difusa” (DONAGGIO; SERAFIM; WELLISCH, 2015, p. 268).

<sup>97</sup> Pode-se destacar, como principais alterações, a separação entre os cargos de presidente do Conselho de Administração e do Diretor Presidente da companhia, adoção e divulgação obrigatória de Código de Conduta e de política de negociação de valores mobiliários, e informação sobre existência ou não de controlador.

- g) necessidade de elaboração e divulgação, pelo Conselho de Administração da companhia, de parecer sobre qualquer OPA cujo objeto seja as ações emitidas pela companhia (art. 21);
- h) criação mandatória de área de auditoria interna própria (art. 23);
- i) necessidade de elaboração e divulgação de Código de Conduta aprovado pelo Conselho de Administração (art. 31); e
- j) cláusula compromissória nos Estatutos Sociais das companhias listadas (art. 39).

Tais disposições, como já apontado, culminaram em forte atratividade do Novo Mercado para as companhias que decidiram abrir capital desde então. Em estudo recente, Hirata (2015, p. 277) aponta que, entre 2004 e setembro de 2013, 138 companhias abriram capital no Brasil, sendo 110 no Novo Mercado, 27 nos segmentos intermediários e apenas 1 no mercado tradicional. Trata-se de cenário impactante, que apenas comprova a relevância do Novo Mercado para o mercado de capitais brasileiro. E, em que pese as características apontadas acima, o fato mais representativo, essencialmente em decorrência da criação do Novo Mercado, foi o surgimento de companhias com o capital social pulverizado, com estruturas minoritárias de controle, o que será apresentado no tópico a seguir<sup>98</sup>.

## 4.2 Evolução da dispersão acionária no Brasil

Para que possamos compreender a relevância e a pertinência do presente estudo, é preciso verificar se há, de fato, parcela considerável de companhias brasileiras que possuam controle minoritário ou diluído.

O primeiro estudo que merece menção foi elaborado por André Carvalhal da Silva, Ricardo Leal e Silvia Valadares, em que foi analisada a estrutura de controle das companhias

---

<sup>98</sup> Nos dizeres de Santana (2008, p. 33), em tradução livre: “Mas o fato mais significativo que está surgindo no mercado brasileiro, como resultado da criação do Novo Mercado, é o aparecimento de companhias que não possuem acionista controlador definido. Sob a regulamentação de listagem, tais companhias são denominadas ‘companhias de controle difuso’”: No original: “But the most significant fact that is appearing in the Brazilian market, largely as a result of the very creation of the Novo Mercado, is the emergence of companies that no defined controlling shareholder. Under the listing regulations, these are called ‘companies with diffuse control’”.

brasileiras no final de 1998, intitulado “Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto” (LEAL, SILVA, VALADARES, 2002). Foram consideradas, para fins do estudo realizado, companhias não controladas pelo governo, o que resultou em universo de 225 companhias, as quais representavam, segundo os autores, 70% da capitalização total realizada pela então BOVESPA.

O trabalho contempla análise sobre a estrutura de controle direto e indireto das companhias selecionadas, e os resultados obtidos serão apresentados em seguida. O primeiro número já chama bastante atenção: das 225 companhias analisadas, 155 (ou 69%) possuem um único acionista com mais de 50% do capital votante. Os autores apontam que, nesses casos, o acionista controlador detém, em média, 74% do capital votante da companhia. Tais números não deixam dúvidas sobre a forte concentração acionária vivida pelas companhias abertas brasileiras, já historicamente consagrada.

Considerando o número total das companhias investigadas, tem-se que o maior acionista possui, em média, 61% do capital votante. Os três maiores acionistas, por sua vez, possuem, em média, 79% do capital votante. Por fim, se considerados os cinco maiores acionistas das companhias investigadas, chega-se ao impressionante patamar de 84% do capital votante, em média. Os resultados obtidos pelos autores podem ser melhor visualizados no quadro resumo abaixo:

Tabela 1 - Resultados encontrados por Leal, Silva e Valadares

Capital Votante			
Acionista	Companhias com um acionista majoritário (155)	Companhias sem um acionista majoritário (70)	Total da amostra (225)
Maior	74%	31%	61%
Três Maiores	86%	65%	79%
Cinco Maiores	87%	76%	84%

Fonte: LEAL, SILVA, VALADARES, 2002, Tabela 1, p. 13

Os dados apresentados deixam clara a concentração acionária vivenciada pelo mercado brasileiro nos idos de 1998. E mais: o estudo em tela não analisou a existência de acordo de acionistas eventualmente ocorrido entre os acionistas das companhias investigadas. Parece que, se analisados, os números seriam ainda mais severos em direção à concentração acionária.

É inegável a contribuição que o estudo em tela traz ao presente trabalho, haja vista que, uma vez comparado com os dados obtidos nos trabalhos a seguir apresentados, darão a dimensão do movimento de dispersão acionária que vivem as companhias brasileiras, considerando o hiato de quase 20 anos entre os resultados acima apresentados e o mercado atualmente observado.

O próximo trabalho a ser mencionado, foi elaborado por Érica Gorga, quem analisou dados referentes às companhias listadas nos anos de 2006 e 2007. Trata-se de estudo dedicado à verificação de mudança no padrão de propriedade acionária das companhias brasileiras, historicamente caracterizado pela concentração, como bem se vê do resultado alcançado no artigo acima referido.

Aqui, a autora traz importante reflexão sobre o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e de que modo o novo perfil acionário das companhias abertas nacionais desafia o modelo tradicionalmente existente. Diante disso, o primeiro ponto a ser destacado no trabalho em tela é o crescimento no número de companhias listadas na bolsa de valores, mais precisamente nos novos níveis de governança corporativa. Considerando o intervalo de tempo entre os anos 2000 e 2007, e os Níveis 1, 2 e Novo Mercado de governança corporativa, a autora chegou aos seguintes números:

Tabela 2 - Listagens de 2000 a 2007

Segmento de listagem				
Ano	Nível 1	Nível 2	Novo mercado	Total
2000	0	0	0	0
2001	18	0	0	18
2002	24	3	2	29
2003	31	3	2	36
2004	33	7	7	47
2005	37	10	18	65
2006	36	14	44	94
2007	44	20	92	156

Fonte: GORGA, 2009, Tabela 8, p. 523.

Os dados apontados no quadro acima revelam, desde já, a crescente aderência das companhias brasileiras aos níveis de governança corporativa criados no fim do ano 2000, o que representa, por certo, incremento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro<sup>99</sup>.

Diante de tal cenário, Gorga (2009, Table 8, p. 523) constatou que, no Novo Mercado, considerando somente as companhias que são destituídas de controlador majoritário (65 das 92 companhias que serviram de universo para o estudo), a média percentual de ações detidas pelo maior acionista das companhias ali listadas era de 26,23% das ações.

No Nível 2 da B3, do total de 20 companhias listadas em 2007, 6 (seis) não apresentavam acionista majoritário, sendo 26,45% a média de participação do maior acionista em tais companhias. Por fim, no Nível 1 de governança corporativa da B3, dentre as 44 companhias naquele momento listadas, 13 delas não possuíam a figura do acionista controlador majoritário. A média de participação acionária do maior acionista, nesse caso, era de 19,27%.

A autora também apreciou os acordos de acionistas celebrados pelos acionistas das companhias listadas no Nível 1, no Nível 2 e no Novo Mercado e os impactos decorrentes de tais acordos na estrutura de controle das companhias listadas. No Novo Mercado, o número de companhias destituídas de controlador majoritário, levando-se em consideração os acordos, cai para 45 e a média de ações detidas pelo maior bloco de acionistas unidos por acordo é de 45,25% das ações de emissão da companhia (GORGA, 2009, Table 12, p. 525).

Já no Nível 2, o número de companhias sem controlador majoritário cai de 6 para 2, e a média de participação acionária do maior bloco de acionistas sobe para 46,29%. Por fim, no Nível 1, levando-se em consideração os acordos de acionistas celebrados, restam apenas 3 companhias que não possuem controle majoritário, sendo 42,94% a média de participação do maior acionista.

---

<sup>99</sup> A baixa aderência aos novos segmentos nos primeiros anos de existência é interpretada pela autora, com a seguinte perspectiva (em tradução livre): “Em seus primeiros anos, os novos níveis de segmento de listagem da Bovespa não experimentaram significativa adesão. Alguns fatores macroeconômicos, como a crise na Argentina, a crise doméstica de energia que exigiu meses de racionamento, os ataques terroristas de 11 de setembro, e a incerteza decorrente das eleições presidenciais de 2002 são considerados os principais fatores que geraram instabilidade. Eles produziram aumento no risco auferido pelos investidores, inibindo as companhias a abrirem capital”. No original: “In its first years, Bovespa’s new listing levels did not experience significant adhesions. Some macroeconomic factors, such as the Agerntina’s crisis, the domestic energy crisis that required months of electricity rationing, the terrorist attacks of September 11<sup>th</sup>, 2001, and the uncertainty brought about the 2002 domestic Presidential election, are considered the main factors that generated instability. They produced an increase in the risk measured by investors, inhibiting companies’ decisions to go public” (GORGA, 2009, p. 492).

Nota-se assim que, mesmo levando-se em consideração os acordos de acionistas celebrados, o Novo Mercado já apresentava, nos idos de 2007, cenário de considerável dispersão acionária se comparado com os Níveis 1 e 2 de listagem da B3. Além disso, o Novo Mercado já alcançava, naquele momento, 20% do mercado de capitais da então BM&F Bovespa, hoje B3 (GORGA, 2009, p. 466). Segundo a autora<sup>100</sup>:

O mercado de capitais brasileiro está passando por uma importante mudança. Os ‘ingressantes’ têm causado a significativa diminuição no nível de concentração no Novo Mercado. Entretanto, essa mudança é acompanhada pela persistência da tradicional concentração no Nível 2, Nível 1 e mercado padrão.

A listagem de novas companhias no Novo Mercado contribuiu para a dispersão acionária verificada naquele conjunto, ao passo que o mesmo fenômeno não foi observado nos Níveis 1 e 2 da B3. O estudo de Gorga demonstra, de maneira didática, a evolução dos novos níveis de governança corporativa da B3 e como se observou, na prática, o fenômeno de maior dispersão acionária em tais ambientes, mais precisamente no Novo Mercado.

Tal constatação conflui com o objeto da presente dissertação, uma vez que demonstra a crescente pulverização acionária das companhias abertas e a presença cada vez maior de estruturas destituídas de controle majoritário.

Em continuidade ao tema proposto neste capítulo, vale destacar estudo recentemente desenvolvido por Camilla Ribeiro Martes, ao abrigo do qual foi analisada, dentre outros elementos, a “estrutura de capital dominante entre as companhias listadas no Novo Mercado, mediante levantamento das participações societárias de maior relevância” (2014, p. 45).

A autora utilizou como base de dados as informações prestadas pelas companhias nos respectivos Formulários de Referência e Formulários Cadastrais, nos termos da Instrução CVM nº 480/2009<sup>101</sup>. Ainda, para fins metodológicos, o trabalho assumiu, como data de corte, as companhias listadas no Novo Mercado em 31 de março de 2013, o que resultou em universo de 129 companhias.

---

<sup>100</sup> “Brazilian capital markets are going through an important change. The “new entrants” have caused the level of ownership concentration to significantly diminish in Novo Mercado. However, this change is accompanied by persistence of the traditional concentration of ownership in Level 2, Level 1 and the standard market” (GORGA, 2009, p. 502).

<sup>101</sup> A Instrução CVM nº 480, de 17 dez. 2009, rege a prestação, pelas companhias listadas, das principais informações ao mercado, tais como atividades desempenhadas, projeções, histórico da companhia, fatores de risco a serem observados pelos investidores, forma de administração, estrutura de capital, entre outras informações.

Delimitadas as premissas e métodos de estudo, a autora constatou, em breve síntese, que a participação média detida pelo maior acionista é de 34,16% do capital social das companhias listadas no Novo Mercado. Ainda, 37 das 129 companhias objeto do estudo (28,68%) possuem a figura de um único acionista detentor de participação superior a 50% do capital social total (MARTES, 2014, p. 54). Tal informação é impactante e nos permite afirmar que, no Novo Mercado, não predomina a estrutura de capital concentrado em apenas um acionista majoritário.

Mais adiante, a autora constata que, das companhias restantes (92 ou 71,32% do total de 129 companhias), 37 delas (28,68% do total) declararam em seus Formulários de Referência que o maior acionista não figurava como acionista controlador, ao passo que 55 companhias (42,64% do total) classificaram seu maior acionista como controlador, mesmo detentores de participação que não alcança a maioria do capital social da companhia (MARTES, 2014, p. 54).

O reconhecimento, pelas próprias companhias, da existência de acionista controlador que não possui a maioria do capital é salutar ao presente trabalho, e apenas corrobora a necessidade de melhor regramento de tal estrutura. Ainda que possa existir discussão acerca do controle minoritário, especialmente em relação à estabilidade e permanência de tal poder, é realidade que parcela considerável das companhias listadas no Novo Mercado, voluntariamente, reconhece sua existência.

Os trabalhos analisados, quando colocados em perspectiva, revelam a transformação ocorrida no mercado de capitais nacional nas últimas duas décadas, fortemente influenciada pela criação de novos níveis de governança corporativa. Vislumbra-se, a partir dos estudos brevemente trazidos, o processo pelo qual as companhias brasileiras estão passando. Há uma nítida linha evolutiva que vem, originalmente, do histórico modelo de concentração acionária e passa a sofrer sensível alteração ao longo dos últimos anos, chegando ao atual cenário, que é de relativa dispersão<sup>102</sup>.

O movimento de crescente dispersão acionária fica evidente ao compararmos os resultados obtidos por André Carvalhal da Silva, Ricardo Leal e Silvia Valadares a partir de dados referentes ao ano de 1998 com os resultados obtidos por Camila Ribeiro Martes, a qual tomou como base o ano de 2013.

---

<sup>102</sup> Notadamente no Novo Mercado, como apontado ao longo do presente trabalho.



No primeiro, verificou-se que 69% das companhias listadas naquele ano possuíam um único acionista com mais de 50% do capital votante. Ainda, o acionista controlador possuía, em média, 74% do capital votante da companhia. Tais números demonstram, de maneira cabal, a forte concentração acionária presente no mercado de capitais brasileiro no final da década de 90.

Todavia, o cenário em tela, como visto, passou a ser, paulatinamente, modificado, principalmente se considerarmos a realidade atualmente vivida no Novo Mercado. Os resultados obtidos por Camila Ribeiro Martes não deixam dúvida nesse sentido. Nos termos já aduzidos no capítulo antecedente, a autora consignou que 28,68% das companhias listadas no Novo Mercado em 2013 possuíam a figura de um único acionista detentor de participação superior a 50% do capital social total.

Contudo, não é possível afirmar que há, no Novo Mercado, cenário de ampla dispersão acionária. Há a preponderância de companhias com certo grau de dispersão, todavia com a presença de blocos minoritários, capazes de influir consubstancialmente nas decisões tomadas pelos administradores.

Munhoz (2011a, p. 339), ao tratar sobre o tema, traz à baila a seguinte constatação:

Embora o processo de transformação verificado no Brasil tenha observado velocidade surpreendente, sobretudo, a partir de 2004, o padrão ainda dominante, no Novo Mercado, é o de companhias com algum grau de dispersão do capital, mas caracterizadas pela presença de blocos minoritários, assim entendidos os que são capazes de exercer o poder de controle (controle minoritário ou de fato) ou, no mínimo, de influenciar de forma significativa os administradores.

Tem-se, assim, no Novo Mercado, a presença significativa de companhias que apresentam bloco de acionistas que detêm relevante participação acionária, mas sem que a referida participação alcance mais de 50% de ações de emissão da companhia (tendo em vista que vigora no Novo mercado o modelo de um voto para cada ação emitida). E dada a dispersão acionária vivida pelas companhias em cotejo, referidos grupos atingem importante papel na condução e administração das companhias.

É possível afirmar, portanto, que a relativa dispersão acionária é uma realidade brasileira, contudo adstrita ao Novo Mercado. O estudo desenvolvido por Martes pode ser assim condensado:

### 4.3 A criação do CAF e principais características

O mercado tem buscado, por vias próprias, e com a colaboração da própria CVM, dar solução ao cenário contemporâneo de instabilidade. E é nesse contexto que foi criado o CAF – Comitê de Aquisições e Fusões. O CAF representa, nas palavras institucionais do órgão:

resultado de novo esforço de autorregulação do mercado para implantar, no Brasil, entidade privada com especialização, celeridade e precisão para assegurar condições equitativas entre acionistas em ofertas públicas de aquisição de ações (OPAs), incorporação, incorporação de ações, fusão e cisão com incorporação envolvendo companhias listadas brasileiras, desde que haja manifestação de vontade neste sentido<sup>103</sup>.

O histórico de criação do CAF é iniciado em 2009, ocasião na qual a CVM buscou as entidades de representação do mercado e as desafiou a construir meios de autorregulação no que concerne às OPAs e operações de reorganizações societárias. Como meio de resposta, a B3 buscou auxílio de Nelson Eizirik para, com inspiração em modelos internacionais, apresentar estrutura de autorregulação adaptada para a realidade brasileira.

Em 10 de julho de 2012, diante da estruturação do CAF, a partir da provocação iniciada em 2009, a CVM, então, prestou apoio institucional à entidade, nos seguintes termos:

O Colegiado manifestou o apoio institucional da CVM à criação do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) e deliberou que, nos termos de Convênio de Cooperação a ser celebrado entre a CVM e o CAF, as operações entre partes relacionadas e as ofertas públicas sujeitas a registro na CVM que sigam os procedimentos estabelecidos no Código de Autorregulação do CAF terão a sua regularidade presumida pela Autarquia<sup>104</sup>.

Em 30 de julho de 2013, foi aprovado pela CVM o convênio da autarquia com a Associação dos Apoiadores do Comitê de Aquisições e Fusões – ACAF, a qual é composta pela AMEC, ANBIMA, B3 e IBGC. Diante disso, o CAF representa a resposta oferecida pelo próprio mercado a elementos que atualmente trazem instabilidade e insegurança às operações de transferência de controle acionário. E tal resposta surgiu em conjunto por entidades interessadas em trazer melhorias e incremento ao mercado de controle acionário.

---

<sup>103</sup> Disponível em: <<http://cafbrasil.org.br/site/>>. Acesso em: 19 jul. 2017.

<sup>104</sup> Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20120710\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20120710_R1.html)>. Acesso em: 20 jul. 2017.

Conforme mensagem contida no Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões editado pelo CAF (Código CAF)<sup>105</sup>:

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

Por se tratar de movimento de autorregulação, a sujeição às regras criadas pelo CAF depende de adesão voluntária pelas companhias abertas interessadas. A adesão ocorre, basicamente, por meio de adaptação do Estatuto Social da companhia, com a inclusão de cláusulas expressas de submissão ao CAF, bem como a previsão de necessidade de realização de OPA por meio de adesão baseada em critério de participação acionária relevante, que deverá ser fixada pelo estatuto em patamar entre 20% e 30% do capital.

Adicionalmente, exige-se que acionistas controladores, administradores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções consultivas ou técnicas assinem “Termo de Anuência”, comprometendo-se expressamente com as obrigações dispostas no Código CAF.

O Código CAF, em primeiro plano, não substitui dispositivos legais aplicáveis às matérias lá tratadas. O intuito desta compilação é estabelecer princípios e regras adicionais aos já decorrentes do texto de lei, com a finalidade de suprir lacunas e, ao fim, assegurar tratamento equânime e previsível aos acionistas das companhias aderentes. Em face disso, o Código de Autorregulação é apresentado como ferramenta complementar às normas previamente existentes.

Merecem destaque, inicialmente, as definições trazidas, haja vista que são introduzidos conceitos que colaboram com a aplicação retilínea da legislação. O primeiro conceito pertinente para o presente trabalho é a definição de “Poder de Controle”, assim estabelecida:

“Poder de Controle” significa o poder efetivamente utilizado para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia Aderente, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3

---

<sup>105</sup> Disponível em: <<http://cafbrasil.org.br/site/wp-content/uploads/2016/11/Codigo-CAF-versao-limpa-30-nov-2016.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2018.

(três) últimas assembleias gerais da Companhia Aderente, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.

Vê-se que a redação adotada pelo Código de Autorregulação vai além da definição legal, de modo a buscar, dentre outros fatores, maior segurança para a devida e correta verificação de existência de poder de controle e a sua própria negociação, que daria ensejo à realização de OPA.

Do mesmo modo, vale trazer a definição de “Alienação de Controle de Companhia Aderente” trazida pelo Código de Autorregulação. *In verbis*:

“Alienação de Controle de Companhia Aderente” significa operação, ou conjunto de operações, de alienação, de forma direta ou indireta, de valores mobiliários de emissão da Companhia Aderente com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direito 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 Aderente.

Apreende-se a tentativa de trazer ao mercado de controle acionário balizas mais firmes para a caracterização de poder de controle e a sua respectiva alienação. Outro ponto que merece atenção é a introdução, por meio do Código de Autorregulação, da denominada “OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante”, regida pelo art. 65, que assim determina:

Artigo 65. O acionista ou Grupo de Acionistas que atingir, de forma direta ou indireta, Participação Acionária Relevante, tanto por meio de uma única operação, como por meio de diversas operações, deverá (i) imediatamente divulgar tal fato por meio de publicação de fato relevante, na forma prevista na Instrução CVM nº 358, de 03.01.2002 e (ii) efetivar oferta pública de aquisição de todas as demais ações e valores mobiliários conversíveis em ações de emissão da Companhia Aderente.

A “Participação Acionária Relevante” significa, nos termos do Código de Autorregulação, “a titularidade de ações com direito a voto de emissão da Companhia Aderente em percentual igual ou superior ao fixado no Estatuto Social da Companhia Aderente, o qual não poderá ser inferior a 20% (vinte por cento) nem superior a 30% (trinta por cento) do seu capital votante”.

Ou seja, o Código de Autorregulação, ao prever a “OPA por Atingimento de Participação Societária Relevante”, acaba por aproximar o mercado brasileiro das

disposições da Diretiva Europeia no que concerne à presunção de aquisição de controle mediante o atingimento de determinada participação acionária.

Ainda, para fins de efetivação das decisões proferidas pelo CAF, a CVM firmou convênio com o órgão autorregulador estipulando que operações de reorganização societária que envolvam partes relacionadas e que sigam os procedimentos estabelecidos no Código de Autorregulação terão sua validade presumida pela CVM. O convênio em tela foi firmado entre as partes em 27 de agosto de 2013 e serve como norte para a aproximação entre CVM e CAF, tendo em vista a plena possibilidade de cooperação entre os órgãos.

#### 4.4 Considerações sobre a dispersão acionária e as medidas autorregulatórias

A relativa dispersão acionária, ou seja, a existência de companhias com blocos minoritários de controle, é uma realidade brasileira, notadamente no Novo Mercado. Como bem apontado por Martes (2014, p. 54), apenas 37 das 129 companhias analisadas declararam possuir acionista controlador majoritário, o que demonstra a alteração no perfil de dispersão acionária no Brasil. O quadro resumo *infra* é bastante exemplificativo:

Tabela 3 - Quadro Resumo - Resultados Camila Martes

Novo Mercado – Companhias listadas em 31.03.2013 (universo de 129 companhias)	
Participação média detida pelo maior acionista	34,16%
% de companhias com um único controlador majoritário	28,68%
% de companhias que declararam que seu maior acionista não figura como acionista controlador	28,68%
% de companhias que classificaram seu maior acionista (e detentor de menos de 50% do capital votante) como controlador	42,64%

Fonte: Martes (2014)

Dito isso, e considerando a necessidade de melhor acomodação dessas companhias no ordenamento, as entidades representativas do mercado de capitais assumiram postura ativa, propositiva, com o fito de colaborar com a construção de mercado mais robusto confiável. O exemplo mais recente é a criação do CAF, com arcabouço regulatório próprio, ao qual as companhias podem voluntariamente aderir.

Dentre as regras estabelecidas pelo Código CAF, destacamos a possibilidade de consulta ao comitê, que poderá, diante da situação apresentada pelo consulente, exarar entendimento sobre, por exemplo, a necessidade ou não de realização de OPA, tal como já ocorreu em consultas já realizadas<sup>106</sup>. Trata-se de ferramenta relevante para o mercado de controle acionário, capaz de contribuir para o seu desejável aperfeiçoamento.

---

<sup>106</sup> Ver Síntese Conclusiva do presente trabalho.

## CAPÍTULO V - A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CONTROLE ACIONÁRIO NO DIREITO ESTRANGEIRO

### 5.1 O modelo da União Europeia de regulação do mercado de controle acionário

Em nível continental, a primeira proposta sobre a criação de Diretiva para ofertas de aquisição de controle foi apresentada pela Comissão Europeia em 1989 (BUDENOV, 2016, p. 1). O texto proposto foi objeto de severas críticas pelos Estados-membros, notadamente por trazer disposições acerca de oferta pública mandatória em hipóteses de aquisição de controle e limitações às medidas defensivas que poderiam ser tomadas pela companhia alvo. Em 04 de julho de 2001, o texto foi levado para o Parlamento Europeu, ocasião na qual foi rejeitado, mesmo tendo sido anteriormente objeto de discussão em Comitê de Conciliação reunido em Luxemburgo, em 06 de junho de 2001, que lavrou o MEMO/01/216 acerca da matéria<sup>107</sup>.

Superados tais revezes, a matéria foi finalmente consolidada por meio da Diretiva Europeia 2004/25/EC, publicada no Jornal Oficial da União Europeia em 30 de abril de 2004, que representa o mais importante marco regulatório recente das operações de mercado de controle acionário no bojo da União Europeia. Assim como no ordenamento brasileiro, a Diretiva Europeia prevê a realização de oferta pública de aquisição de ações nas hipóteses de transferência de controle de companhia aberta, com o propósito de proteger os acionistas minoritários, conferindo-lhes tratamento igualitário (PAPADOPOULOS, 2008, p. 28). Para tanto, o art. 5º da Diretiva assim determina:

Artigo 5ª. Protecção dos acionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo. 1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4.

---

<sup>107</sup> Pronunciamento da Comissão Europeia. Disponível em: <[http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-01-943\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-01-943_en.htm?locale=en)> Acesso em: 10 out. 2018.

Como aponta Cerezetti, (2013, p. 962), a Diretiva versa sobre a necessidade de realização de OPA quando alcançada uma determinada porcentagem dos direitos de voto, deixando a critério dos Estados-Membro a fixação desse percentual. Há também as regras comumente denominadas de “*non-frustration rule*” e “*break through rule*”, as quais, segundo Papadopoulos (2008, p. 41), representam a essência da regulação do processo de oferta pública estipulado pela Diretiva.

Em termos objetivos, a “*non-frustration rule*” é amparada pelo art. 9º da Diretiva, que submete qualquer medida defensiva a ser eventualmente tomada pelos administradores à aprovação dos acionistas em assembleia geral. Ou seja, é retirada da administração da companhia visada a possibilidade de tomar medidas que visem frustrar a operação de aquisição de controle, submetendo tal disciplina ao crivo exclusivo dos acionistas da companhia. Já a “*break through rule*” é encontrada no art. 11º de referido diploma, que afasta disposições estatutárias da companhia alvo que limitem ou restrinjam a transmissão de valores mobiliários. O mesmo conceito é estendido às limitações ao direito de voto, uma vez disposto que tais restrições “ficam sem efeito na assembleia-geral de acionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa”.

### 5.1.1 Reino Unido

No Reino Unido, a matéria é tratada pelo Código do Reino Unido de Transferência de Controle (*UK Takeover Code*), que vem sendo desenvolvido desde 1968 (BUDENOV, 2016, p. 1). O *UK Takeover Code* é regido e administrado pelo *Panel on Takeovers and Mergers* (o “*Takeover Panel*”) (ARMOUR; SKEEL JR, 2007, p. 1729). Conforme apontado acima, no regramento da Diretiva, e ao contrário do ordenamento norte-americano, não é permitida aos administradores a tomada de decisões que possam frustrar as medidas de tomada de controle da companhia (ARMOUR; SKEEL JR, 2007, p. 1736).

Adicionalmente, nos termos do *UK Takeover Code*, é exigida a realização de OPA quando alcançado o percentual de 30% ou mais das ações com direito de voto da companhia<sup>108</sup>. Trata-se de regra objetiva, por meio da qual há presunção de aquisição de

---

<sup>108</sup> Tradução livre: “Regra 9. – 9.1 QUANDO A OFERTA MANDATÓRIA É NECESSÁRIA E QUEM É PRIMORDIALMENTE RESPONSÁVEL POR FAZÊ-LA. Salvo com o consentimento do Painel, quando: (a)



controle pelo adquirente, sendo mandatório o lançamento de OPA aos demais acionistas da companhia. E, aqui, a OPA é expressamente destinada aos acionistas titulares de ações com e sem direito a voto, além de classes de títulos transacionáveis que carreguem direitos de voto.

Nesse ponto, nota-se que a OPA contida no *UK Takeover Code* possui maior abrangência em relação à OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A., já que esta limita expressamente o endereçamento da OPA tão somente aos acionistas detentores de ações com direito a voto. O Código do Reino Unido estabelece que o preço a ser ofertado pelas ações dos demais acionistas – destinatários da oferta – deverá ser em dinheiro, ou ao menos conter tal opção, em patamar não inferior ao valor mais alto oferecido pelas ações daquela classe ao longo dos 12 meses que antecederam o anúncio da oferta e, havendo mais de uma classe envolvida, o Painel deverá ser previamente consultado.

Embora seja objetiva, a regra não é absoluta, sendo possível a não realização de OPA em determinadas situações. O *UK Takeover Code* estabelece que a OPA poderá ser dispensada, mediante análise do Painel, nos casos em que os acionistas titulares de 50% ou mais das ações com direito a voto declararem, por escrito, que não aceitarão a oferta a ser

---

qualquer pessoa adquira, seja por um série de transações por um período de tempo ou não, uma participação em ações que (em conjunto com as ações em que as pessoas que com ele são interessadas) detém 30% ou mais dos direitos de voto da companhia; ou (b) qualquer pessoa, com as pessoas que com ele agem conjuntamente, tenha participação em ações, de forma agregada, não inferior a 30% dos direitos de voto da companhia mas não detenha ações que carreguem mais de 50% de referidos direitos de voto e dita pessoa, ou qualquer pessoa que atue em conjunto com ela, adquira participação em quaisquer outras ações as quais incrementem o percentual de ações que tragam direito de voto em que ele seja interessado, dita pessoa deve estender ofertas, conforme determinado nas Regras 9.3, 9.4 e 9.5, aos detentores de quaisquer classes de ações, sejam com ou sem direito de voto e também aos detentores de qualquer outra classe de títulos transferíveis que carreguem direito de voto. Ofertas para classes diferentes de ações devem ser comparáveis; o Painel deve ser consultado previamente em tais casos. Uma oferta não será requerida sob essa Regra nas ocasiões em que o controle da companhia oferecida é adquirido como resultado de uma oferta voluntária realizada de acordo com o Código para todos os detentores de ações com direito de voto e outros títulos transferíveis que carreguem direito de voto”. No original: “Rule 9. – 9.1 WHEN A MANDATORY OFFER IS REQUIRED AND WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR MAKING IT Except with the consent of the Panel, when: (a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or (b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases. An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights”. Disponível em: <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2017.

lançada. O raciocínio é aplicável também às hipóteses em que já exista, no quadro acionário da companhia, acionista com 50% ou mais do capital votante<sup>109</sup>.

Destaca-se, por fim, a regra contida no *UK Takeover Code* que dispensa a realização da OPA por aquisição de controle caso tenha sido realizada a OPA para aquisição de controle, tornando-as excludentes entre si<sup>110</sup>.

### 5.1.2 Espanha

O regime das ofertas públicas de aquisição de ações é tratado no país pelo Real Decreto 1066/2007 (RD 1066/2007). O poder de controle, nos termos do RD 1066/2007, pode ser verificado de duas maneiras distintas. A primeira delas, em linha com os demais países europeus mencionados no presente trabalho, é o atingimento, seja direto ou indireto, de percentual de direito de voto igual ou superior a 30%, conforme alínea ‘a’ do item 1 do art. 4 do diploma em referência<sup>111</sup>.

A segunda recai sobre a composição do conselho de administração da companhia. A alínea ‘b’ do item 1 do art. 4 do RD 1066/2007 estabelece que restará caracterizado controle nas hipóteses em que determinado acionista, com participação inferior a 30% dos direitos de voto, alcance, nos 24 meses posteriores à aquisição de participação, a maioria dos assentos no conselho de administração da companhia, por meio de conselheiros designados por ele<sup>112</sup>.

---

<sup>109</sup> Tais hipóteses são encontradas nas alíneas a e b da “Note 5” das “Notes on Dispensations from Rule 9”, abaixo reproduzidas em tradução livre: “5. Ações contendo 50% ou mais dos direitos de voto. O Painel considerará dispensar o requerimento para oferta geral regida sob este Regulamento quando: (a) titulares de 50% ou mais dos direitos de voto declararem por escrito que não aceitariam tal oferta; (b) ações que ostentem 50% ou mais dos direitos de voto já sejam detidas por uma terceira pessoa”. No texto original: “5. Shares carrying 50% or more of the voting rights. The Panel will consider waiving the requirement for a general offer under this Rule where: (a) holders of shares carrying 50% or more of the voting rights state in writing that they would not accept such an offer; (b) shares carrying 50% or more of the voting rights are already held by one other person”.

<sup>110</sup> Trata-se de dispositivo em linha com a corrente nacional que sugere a criação de nova regulamentação para as operações de aquisição de controle. Ver item 3.7.3 acima.

<sup>111</sup> Tradução livre: “Artigo 4. Participación de controle. 1. Para os efeitos do presente decreto real se entenderá que uma pessoa, física ou jurídica, detém o controle de uma sociedade quando se verificar um dos seguintes pressupostos: a) quando atinja, direta ou indiretamente, uma porcentagem de direitos de voto igual ou superior a 30%”. No original: “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”.

<sup>112</sup> Tradução livre: “Artigo 4 – Participación de controle. 1 (...) b) quando tenha alcançado, direta ou indiretamente, uma porcentagem de direitos de voto inferior e designe, nos 24 meses seguintes À

Especificamente no que concerne à OPA, o RD 1066/2007 estabelece, em seu art. 3, que deverá ser realizada OPA (i) quando da aquisição de ações ou outros valores mobiliários que confirmam, direta ou indiretamente, direito de voto na companhia<sup>113</sup>; (ii) quando verificada a celebração de acordos de acionistas<sup>114</sup>; (iii) como consequência de tomadas de controle indiretas ou supervenientes, nos termos do art. 7 do RD 1066/2007<sup>115</sup>.

### 5.1.3 Itália

Na Itália, assim como nos demais países apontados anteriormente, é fixado percentual de participação acionária que, uma vez atingido, obriga o adquirente a realizar

---

concretização da aquisição do percentual inferior, nos termos do artigo 6, um número de conselheiros que, unidos, em seu caso, aos que já houvera designado, representem mais da metade dos membros do órgão de administração da sociedade”. No original: “Artículo 4 – Participación de control. 1. (...) b) cuando hay 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”.

<sup>113</sup> Observada a definição de controle contida no art. 4 do mesmo diploma.

<sup>114</sup> Observada a definição contida no art. 5, 1, b, em tradução livre: “Artigo 5 – Cômputo dos direitos de voto. Para fins de cômputo dos percentuais de direitos de voto assinalados no artigo anterior, deve-se considerar as seguintes regras: 1. Atribuem-se a uma mesma pessoa os percentuais de voto que correspondam às seguintes pessoas ou entidades: (...) b) às demais pessoas que atuem em nome próprio porém por conta ou de forma acordada com ela. Será entendido que existe dito acordo quando duas ou mais pessoas colaborem em virtude de um acordo, seja expresso ou tácito, verbal ou escrito, com o fim de obter o controle da companhia afetada (...)”. No original: “Artículo 5 – Cómputo de los derechos de voto. A efectos del cómputo de los porcentajes de derechos de voto señalados en el artículo precedente, se tendrán en cuenta las siguientes reglas: 1. Se atribuirán a una misma persona los porcentajes de voto que correspondan a las siguientes personas o entidades: (...) b) Los de las demás personas que actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con ella. Se entenderá que existe dicho concierto cuando dos o más personas colaboren en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin de obtener el control de la compañía afectada”.

<sup>115</sup> Tradução livre: “Artigo 7 – Tomada de controle indireta ou superveniente. 1. Em caso de fusão ou tomada de controle de outra sociedade ou entidade, inclusive não admitida para negociação em nenhum mercado ou não domiciliada na Espanha, que tenha participação direta ou indireta no capital social de uma sociedade terceira, serão aplicáveis as seguintes regras: a) deverá ser formulada oferta pública de aquisição quando, como consequência da fusão ou da tomada de controle, seja alcançado, direta ou indiretamente, na sociedade investida o percentual de direitos de voto assinalado no artigo 4. b) a oferta deverá ser formulada dentro dos 3 meses seguintes à concretização da fusão ou da tomada de controle e serão aplicáveis as regras de determinação de preço equitativo previstas no artigo 9”. No original: “Artículo 7 – Tomas de control indirectas o supervenidas. 1. En caso de fusión o toma del control de otra sociedad o entidad, incluso no admitida a negociación en ningún mercado o no domiciliada en España, que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera sociedad cotizada, serán de aplicación las siguientes reglas: a) Deberá formularse oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la fusión o toma de control, se alcance, directa o indirectamente, en la sociedad cotizada el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4. b) La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de fusión o toma de control y le serán de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9.”.

OPA destinada aos demais acionistas da companhia. Como bem aponta Guerreiro (2009, p. 215):

a legislação italiana, após a reforma de 1998, está mais preocupada em definir um percentual a partir do que é obrigatória a apresentação de uma oferta pública do que em definir o que é o controle. Assim, transferidos mais de 30% do capital votante de uma companhia, surge a obrigação de fazer a oferta pública. Com esse percentual fixo, a lei italiana visou evitar as incertezas em torno da determinação da situação de controle.

Assim, nos termos do *Testo Unico della Finanza – Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58* (TUF), exige-se a realização de OPA por pessoa que alcance ou extrapole 30% de participação em determinada companhia italiana<sup>116</sup>. Ainda, o ordenamento italiano reconhece a possibilidade de haver controle mediante a participação acionária inferior a 30% das ações com direito a voto<sup>117</sup>. Todavia, ainda que determinado bloco de ações com direito a voto, em patamar inferior a 30%, propicie o exercício do controle por seu titular, a transferência de referido bloco não gerará a obrigação de realização de OPA por seu adquirente<sup>118</sup>.

#### 5.1.4 França

Na França, o tema é tratado ao abrigo do Regramento Geral da Autoridade de Mercados Financeiros (*Règlement Général de L'autorité des Marchés Financiers*), que prevê

<sup>116</sup> A regra é expressa no art. 106, item 1, do TUF em tradução livre: “Qualquer pessoa que, como resultado da compra ou aumento dos direitos de voto, venha a deter uma participação acima do limite de trinta por cento ou ter direitos de voto superiores a trinta por cento deve promover uma oferta pública de compra destinada a todos os detentores de valores mobiliários em todos os valores admitidos à negociação em um mercado regulamentado”. No original: “Chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”.

<sup>117</sup> Em tradução livre: “sobretudo em companhias com elevada capitalização e com capital disperso, é possível que haja uma posição de controle de fato mesmo com uma participação inferior a 30%”. No original: “soprattutto nelle società ad elevata capitalizzazione e con azionariato diffuso, è possibile che si abbia una posizione di controllo di fatto anche con una partecipazione inferiore al 30%” (AULETTA, SALANITRO, 2012, p. 278).

<sup>118</sup> Conforme Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017, p. 1477): “o Código Civil italiano define a sociedade controlada no artigo 2.359 adotando como indicador da existência de controle a influência dominante da controladora na assembleia da controlada, sem determinar para esse efeito um percentual de participação. Segundo o TUIF a alienação de um bloco de ações representando menos de 30% do capital votante não gera a obrigação de lançar uma OPA, ainda que a titularidade do bloco vendido propicie o controle face à dispersão do capital votante”.

a necessidade de realização de OPA por pessoa que venha a deter participação acionária superior a 30% das ações ou títulos com direito a voto emitidos por determinada sociedade<sup>119</sup>. Ainda conforme dito diploma, o preço a ser estabelecido na oferta deverá ser, ao menos, equivalente ao maior preço pago pelo ofertante pelas ações já adquiridas nos últimos doze meses que antecedem a oferta<sup>120</sup>.

O Regulamento Geral da Autoridade de Mercados Financeiros também estabelece exceções à regra acima apresentada. Haverá dispensa da obrigação de realização de OPA nos casos em que restar comprovado que o adquirente esteja vinculado a um ou mais acionistas que já possuam, isoladamente ou em conjunto, (i) a maioria do capital votante da companhia; ou (ii) participação entre 30 e 50% do capital votante, desde que tais acionistas mantenham sua superior participação na companhia<sup>121</sup>.

---

<sup>119</sup>O art. 234-2 do Regulamento Geral da Autoridade de Mercados Financeiros assim estabelece a OPA mandatária em operações de transferência de controle (em tradução livre): “Logo que uma pessoa física ou jurídica, agindo individualmente ou em conjunto no bojo do artigo L233-10 do código de comércio, venha a deter, direta ou indiretamente, mais que 30% dos títulos de capital ou dos direitos de voto de uma sociedade, ela deve, por própria iniciativa, informar imediatamente a AMF e depositar um projeto de oferta pública visando à totalidade do capital e dos títulos que dão acesso ao capital ou aos direitos de voto, e reformular as condições para que possa ser declarada de acordo pela AMF.

As disposições dos capítulos II ou II do presente título são aplicáveis às ofertas públicas as quais o depósito é obrigatório.

As pessoas físicas ou jurídicas agindo individualmente ou em conjunto no bojo das disposições do artigo L233-10 do código de comércio devem observar às obrigações definidas na primeira alínea assim que vierem a deter, em razão de fusão ou de aporte, mais de 30% dos títulos de capital ou de direito de voto de uma sociedade”: No texto legal original: “Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF.

Les dispositions des chapitres Ier et, selon le cas, II ou III du présent titre sont applicables aux offres publiques dont le dépôt est obligatoire.

Les personnes physiques ou morales agissant seules ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce sont tenues au respect des obligations définies au premier alinéa lorsqu'elles viennent à détenir par suite de fusion ou d'apport plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société”.

<sup>120</sup> É o que estabelece o art. 234-6 do Regulamento Geral da Autoridade de Mercados Financeiros (em tradução livre): “Artigo 234-6. Quando do oferecimento de oferta com fulcro nos Artigos 234-2 e 234-5, o preço a ser oferecido deverá ser, pelo menos, equivalente ao maior pago pelo ofertante, agindo isoladamente ou em conjunto nos termos do Artigo 233-10 do Código Comercial, no período de doze meses precedentes ao evento que deu ensejo à obrigação de apresentar a oferta”. No original: “Article 234-6. Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5, le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre”.

<sup>121</sup> “Artigo 234-7. A AMF pode determinar que não haja requisito de realização de oferta caso os limites estabelecidos no Artigos 234-2 e 234-5 sejam rompidos por uma ou mais pessoas que declarem agir em conjunto com: 1º um ou mais acionistas que já detenham, isoladamente ou em conjunto, a maioria do capital social ou direitos de voto, desde que tais permaneçam predominantes; 2º um ou mais acionistas que já possuam, isoladamente ou em conjunto, entre 30 e 50% do capital social ou direitos de voto, desde que tais acionistas mantenham a maior participação e que, diante da formação da atuação conjunta, não excedam um dos limites estabelecidos pelos Artigos 234-2 e 234-5”. No original: “L'AMF peut constater qu'il n'y a pas matière à

Além disso, são elencadas como hipóteses de dispensa de realização de OPA, dentre outras, (i) a transmissão das ações, por doação, entre pessoas físicas; (ii) redução do capital social da companhia; (iii) subscrição de aumento de capital em companhia com notória dificuldade financeira; e (iv) o adquirente já deter a maioria do capital votante da companhia<sup>122</sup>.

## 5.2 A regulação do mercado de controle acionário no Chile

O Chile, tal qual o Brasil, possui previsão de OPA mandatória a ser realizada pelo adquirente do controle de determinada companhia aberta chilena. A matéria é tratada pela *Ley n° 18.045 – Ley de Mercado de Valores*. O art. 198 de referida lei estabelece que ofertas públicas de aquisição de ações são aquelas formuladas para adquirir ações de sociedades anônimas que, por qualquer meio, ofereçam aos acionistas de determinada companhia a aquisição de seus títulos e que permitam ao adquirente alcançar determinada porcentagem de participação acionária na companhia em determinado prazo<sup>123</sup>. E, nos termos do art. 199

---

déposer un projet d'offre publique lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes qui viennent à déclarer agir de concert : 1° Avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, la majorité du capital ou des droits de vote de la société à condition que ceux-ci demeurent prédominants ; 2° Avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, entre 30 % et la moitié du capital ou des droits de vote de la société à condition que ceux-ci conservent une participation plus élevée, et qu'à l'occasion de cette mise en concert ils ne franchissent pas l'un des seuils visés aux articles 234-2 et 234-5”.

<sup>122</sup> As hipóteses em tela são regidas pelo Artigo 234-9 (em tradução livre): “Artigo 234-9. Os casos em que a AMF pode dispensar [a realização de OPA] são os seguintes: 1° Transmissão, por doação, entre pessoas naturais, ou distribuição de ativos por pessoa jurídica na proporção dos direitos de seus membros. 2° Subscrição de aumento de capital de companhia em reconhecida dificuldade financeira, sujeito à aprovação em assembleia geral de acionistas. (...) 5° Redução no número total de ações ou direitos de voto na companhia alvo. 6° Deter a maioria do direito de voto da companhia diretamente ou por terceiro, atuando isoladamente ou em conjunto (...)”. No original: “Article 234-9. Les cas dans lesquels l'AMF peut accorder une dérogation sont les suivants: 1° Transmission à titre gratuit entre personnes physiques, distribution d'actifs réalisée par une personne morale au prorata des droits des associés; 2° Souscription à l'augmentation de capital d'une société en situation avérée de difficulté financière, soumise à l'approbation de l'assemblée générale de ses actionnaires; (...) 5° Réduction du nombre total de titres de capital ou du nombre total de droits de vote existant dans la société visée; 6° Détention de la majorité des droits de vote de la société par le demandeur ou par un tiers, agissant seul ou de concert (...)”.

<sup>123</sup> Em tradução livre; “Artigo 198. – Compreende-se que oferta pública de aquisição de ações é aquela que se formula para a aquisição de ações de companhias que efetuem oferta pública de suas ações ou valores nelas conversíveis, que por qualquer meio ofereçam aos acionistas de ditas ações a aquisição de seus títulos em condições que permitam ao ofertante alcançar um certo percentual da companhia em um prazo determinado”. No texto original: “Artículo 198.- Se entenderá que oferta pública de adquisición de acciones es aquella a que se formula para adquirir acciones de sociedades anónmas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en ellas, que por cualquier medio ofre zcan a los accionistas de aquéllas adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alanzar un cierto porcentaje de la sociedad y en un plazo determinado.”.

da mesma lei, deverá ser realizada OPA nas operações de aquisição de ações que permitam uma pessoa tomar o controle de determinada companhia<sup>124</sup>.

Para fins de compreensão do sistema chileno, a conceituação de controle é também encontrada na *Ley de Mercado de Valores*, mais especificamente no art. 97, que assim estabelece (em tradução livre):

Art. 97. É controlador de uma sociedade toda pessoa ou grupo de pessoas com acordo de atuação conjunta que, diretamente ou através de outras pessoas físicas ou jurídicas, exerça sua propriedade e tenha poder para realizar alguma das seguintes atividades: a) assegurar a maioria de votos nas assembleias de acionistas e eleger a maioria dos conselheiros em caso de sociedades anônimas, ou assegurar a maioria de votos em assembleias ou reuniões de seus membros e designar o administrador ou representante legal ou a maioria deles, em outros tipos de sociedades<sup>125</sup>.

A definição de controle adotada pelo Chile não recai sobre percentual de participação acionária e, sim, sobre a obtenção de maioria de votos em assembleias gerais de acionistas, bem como a eleição da maioria dos conselheiros da companhia. A lei não prevê, por exemplo, um número mínimo de assembleias gerais em que determinado acionista tenha representado a maioria do capital votante, assim como eleições de administradores que pudessem alçar determinado acionista ao posto de controlador.

Ainda, a alínea ‘b’ reproduzida acima, embora traga definição bastante ampla, uma vez que a expressão “influir decisivamente na administração da sociedade” não é objetiva, tal conceito é complementado pelo disposto no art. 99 da lei em cotejo, que estabelece influi decisivamente na administração ou na gestão da companhia aquele que detenha ao menos 25% do capital votante, excetuando-se os casos em que (i) haja outro acionista que detenha percentual igual ou maior de ações com direito de voto; (ii) não detenha mais de 40% do capital votante e, simultaneamente, a participação detida seja inferior à soma da participação

<sup>124</sup> Em tradução livre: “Artigo 199. – Deverão ser submetidos ao procedimento de oferta contemplado neste Título, as seguintes aquisições, diretas ou indiretas, únicas ou sequenciais, emitidas por uma sociedade que as tenha em oferta pública: a) as que permitam a uma pessoa tomar o controle de uma sociedade”. No texto original: “Artículo 199.- Deberán someterse al procedimiento de oferta contemplado en este Título, las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad que haga oferta pública de las mismas: a) Las que permitan a una persona tomar el control de una sociedad”.

<sup>125</sup> No texto original: “Artículo 97. Es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones: a) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades, o b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad”.

de todos os demais acionistas que detenham mais de 5% do capital com direito a voto; e (iii) nos casos especificamente determinados pela Superintendência, levando-se em consideração a distribuição e a dispersão do capital social da companhia alvo<sup>126</sup>.

Interessante notar que o Chile, em modelo singular, traz consigo balizas mais claras acerca da determinação do que seria uma influência dominante, inclusive com a determinação de percentual de participação no capital votante, em evidente influência do modelo adotado pelas nações europeias apresentadas no tópico anterior. Todavia, ainda assim é mantida, na alínea “c” do art. 99, a possibilidade de ser averiguado, no caso concreto e a partir da dispersão no capital social da companhia alvo, a possibilidade de restar configurado o controle acionário, impondo-se a realização de OPA em caso de alienação de dita participação no capital votante.

### 5.3 O modelo norte-americano de regulação do mercado de controle acionário

O modelo de regulação norte-americano do mercado de controle acionário é absolutamente distinto do modelo brasileiro e dos demais países acima apresentados. Comparando-o com o modelo adotado pela União Europeia, por exemplo, Taylor (2007, p.

---

<sup>126</sup> Em tradução livre: “Artigo 99. – Entende-se que influi decisivamente na administração ou na gestão de uma sociedade toda pessoa, ou grupo de pessoas com acordo de atuação conjunta que, diretamente ou por meio de outras pessoas físicas ou jurídicas, controlem pelo menos 25% do capital com direito a voto da companhia, ou do capital caso não está constituída sob a forma de ações, com as seguintes exceções: a) que exista ou pessoa, ou outro grupo de pessoas com acordo de atuação conjunta, que controle, diretamente ou por meio de outras pessoas físicas ou jurídicas, um percentual igual ou maior; b) que não detenha, diretamente ou por meio de outras pessoas físicas ou jurídicas, mais de 40% do capital com direito a voto da companhia, ou o capital caso não constituída sob a forma de sociedade por ações, e que simultaneamente o percentual detido seja inferior à soma das participações dos demais sócios ou acionistas com mais de 5% do capital social. Para determinar o percentual em que participam ditos acionistas, deverão ser somados os que possuem por si com aqueles que o possuem por meio de acordo de atuação conjunta; c) quando determinado pela Superintendência, levando-se em consideração a distribuição e a dispersão da propriedade da companhia”. No original: “Artículo 99.- Se entenderá que influye decisivamente en la administración o en la gestión de una sociedad toda persona, o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, con trola al menos un 25% del capital con derecho a voto de la sociedad, o del capital de ella si no se tratare de una sociedad por acciones, con las siguientes excepciones: a) Que exista otra persona, u otro grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que controle, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, un porcentaje igual o mayor; b) Que no controle directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas más del 40% del capital con derecho a voto de la sociedad, o del capital de ella si no se tratare de una sociedad por acciones, y que simultáneamente el porcentaje controlado sea inferior a la suma de las participaciones de los demás socios o accionistas con más de un 5% de dicho capital. Para determinar el porcentaje en que participen dichos socios o accionistas, se deberá sumar el que posean por sí solos con el de aquellos con quienes tengan acuerdo de actuación conjunta; c) Cuando así lo determine la Superintendencia en consideración de la distribución y dispersión de la propiedad de la sociedad”.



50) afirma que “as respectivas leis dos Estados Unidos e da União Europeia que regulam as transferências de controle não poderiam ser mais díspares”<sup>127</sup>.

A regulação construída nos EUA é muito mais voltada para a publicidade e a transparência das informações relevantes para o mercado. O Williams Act, diploma federal que entrou em vigor em 1968, em aditamento ao Exchange Act de 1934, e que regula as operações de aquisição de controle, determina que, caso seja adquirida mais de 5% de ações de determinada classe, tal informação deve ser divulgada para a companhia, para os demais acionistas e para o mercado em geral (TAYLOR, 2007, p. 52).

Adicionalmente, é conferida enorme discricionariedade à administração das companhias, conferindo-lhes ampla possibilidade de tomada de decisões, seja em matérias do dia-a-dia da companhia, seja em matérias menos comuns como, por exemplo, as operações de tomada de controle (TAYLOR, 2007, p. 50). Em outros termos, é dado, no modelo norte-americano, papel determinante aos administradores das “companhias alvo” de aquisição de controle. É garantida aos administradores dessas companhias uma série de medidas defensivas contra ofertas de aquisição de controle<sup>128</sup>.

Dentre as medidas que podem ser tomadas pelos administradores, vale aqui destacar a *poison pill* americana, que autoriza a administração da companhia a diluir a participação do tomador hostil nas hipóteses em que é adquirida participação que ultrapasse determinado limite previamente fixado (usualmente 10% ou 15%)<sup>129</sup>.

E, tamanha a discricionariedade conferida aos administradores das companhias alvo, que parte da doutrina condensa o tema aduzindo que os administradores podem simplesmente dizer não às ofertas hostis de aquisição de controle, faculdade cristalizada pela expressão “*just say no*”<sup>130</sup>.

<sup>127</sup> No texto original: “the respective laws of the United States and the European Union regulating takeovers could not be more dissimilar”.

<sup>128</sup> Em tradução livre: “É permitido aos administradores da companhia alvo utilizar uma vasta variedade de medidas defensivas para manter sem avanço as ofertas de aquisição”. No texto original: “Managers of a target company are permitted to use a wide variety of defenses to keep takeover bids at bay”. (ARMOUR; SKEEL JR, 2007, p. 1734).

<sup>129</sup> Em tradução livre, assim entendem Armour e Skeel Jr (2007, p. 7): “A mais marcante medida de defesa é a pílula de veneno ou o plano de direitos dos acionistas, que é designada para diluir severamente a participação de adquirente hostil caso adquira participação acionária acima de percentual específico – geralmente 10 ou 15%”. No original: “The most remarkable of the defenses is the poison pill or shareholder rights plan, which is designed to dilute a hostile bidder’s stake massively if the bidder acquires more than a specified percentage of target stock – usually 10 or 15%”.

<sup>130</sup> Na lição de Munhoz (2010, p. 306): “Dada, porém, a amplitude da regra do *business judgement rule*, os juízes norte-americanos têm interferido muito raramente nas medidas defensivas adotadas pela administração. A intervenção ocorre apenas quando é patente a violação aos deveres fiduciários. Daí alguns autores resumirem o modelo norte-americano à regra do *just say no*”.

Em adição, vale destacar que os administradores, mesmo albergados de ampla discricionariedade, devem observar os princípios gerais de *fiduciary duties* em sua atuação nas operações de *takeover*. Nas hipóteses em que o ofertante entender haver extrapolação dos administradores, no que diz respeito às medidas adotadas por eles contra a operação de tomada de controle, poderá o ofertante ingressar com a pertinente ação judicial e submetê-la ao crivo das cortes americanas. Caso seja entendido que os administradores romperam com os *fiduciary duties*, poderá a corte determinar que sejam retiradas as medidas de defesa então adotadas por eles<sup>131</sup>.

Assim, nunca houve, nos EUA, a imposição de realização de oferta pública de aquisição de ações ao adquirente das ações do bloco de controle<sup>132</sup>. Conforme apontado por Bebchuk (1994, p. 958), “nos Estados Unidos a regra geral tem sido que acionistas minoritários não possuem direito de participar nas transações de alienação de controle”<sup>133</sup>. Entretanto, exige-se que o adquirente pague o mesmo preço por cada uma das ações adquiridas por ele (ARMOUR; SKEEL JR, 2007. p. 1734).

---

<sup>131</sup> Em tradução livre: “Quando um adquirente licitante acreditar que a administração da companhia alvo está indevidamente frustrando sua oferta, o ofertante geralmente ingressa com ação na Corte de Delaware. Alega-se na ação que a administração da companhia alvo rompeu com seus deveres fiduciários – que a resistência da administração está além do autorizado – e que os administradores devem ser obrigados a retirar suas medidas defensivas para que a tomada de controle possa ser apreciada pelos acionistas da companhia alvo”. No original: “When a takeover bidder believes that the target’s managers are improperly stymieing its bid, the bidder generally files suit in the Delaware Chancery Court. The suit argues that the target managers have breached their fiduciary duties– that the managers’ resistance is beyond the pale– and that the managers should be forced to remove their defenses so that the takeover can be considered by the target’s shareholders”. (ARMOUR; SKEEL JR, 2007, p. 1744). No mesmo sentido entende Munhoz (2010, p. 306): “(...) o monitoramento do comportamento dos administradores se dá por meio da aplicação dos princípios gerais de *fiduciary duties* pelas cortes de Justiça, a quem incumbe decidir, em última instância, pela abusividade, ou não, das medidas defensivas adotadas em cada caso concreto”.

<sup>132</sup> Em tradução livre: “A lei norte-americana nunca impôs regra de ‘oferta obrigatória’ exigindo que adquirentes de um grande bloco de ações façam uma oferta para todas as ações da companhia alvo”. No original: “US law has never imposed a ‘mandatory bid’ rule requiring bidders who acquires a large block of target shares to make an offer for all the target company’s shares” (ARMOUR; SKEEL JR, 2007, p. 1734). No mesmo sentido é a lição de Taylor (2007, p. 53). Em tradução livre: “Deve ser notado que o Williams Act, em contraste com a Diretiva de Takeover e ou outros regimes regulatórios, não impõe a realização de oferta pública, assim como não regula quais ações a administração das companhias alvo podem tomar em resposta à oferta”. No original: “It should be noted that the Williams Act, in contrast to the Takeover Directive and other regulatory regimes, does not impose a mandatory bid rule, nor does it regulate what actions target companies boards may or must take in response to a bid”.

<sup>133</sup> No texto original: “in the United States the general rule has been that minority shareholders do not have a right to participate in sale-of-control transactions”.

#### 5.4 Considerações sobre a regulação estrangeira do mercado de controle acionário

A OPA, como visto, constitui mecanismo de proteção aos acionistas minoritários no Brasil e em diversos outros países. A Diretiva Europeia, fonte de inspiração para recentes trabalhos brasileiros sobre a temática<sup>134</sup>, estabelece a necessidade de realização de OPA quando observada a transferência de controle companhia aberta, cabendo aos Estados determinar percentual presuntivo de controle aplicável à matéria.

O Chile, por seu turno, possui regramento semelhante, com a adoção de percentual de participação acionária com direito a voto que, uma vez atingida, origina a obrigação de realização de OPA pelo adquirente. Todavia, o ordenamento chileno conta também com uma estipulação aberta, a qual confere à superintendência (órgão equivalente à CVM), a possibilidade de averiguar, em determinado caso e a partir da dispersão acionária observada, a existência de controle acionário detido por determinado acionista que possua participação inferior. Trata-se, portanto, de sistemática híbrida, que poderia inspirar o legislador brasileiro, já que mais robusta que a solução nacional.

Finalmente, como importante contraponto, a regulamentação norte-americana seguiu por caminho diverso e nunca impôs ao adquirente de controle acionário a realização de OPA. Contudo, embora absolutamente distinta, há elementos essenciais que, ao nosso ver, são desejáveis no mercado de capitais de maneira geral. Os mecanismos de divulgação de informações e transparência para que o mercado possa se orientar mediante paridade informacional é essencial para evitar distorções e tomadas de decisões fundamentadas. É nesse sentido, diga-se, a regulamentação dos níveis mais elevados, notadamente o Novo Mercado, que confere aos agentes uma gama de informações, em curta periodicidade, em linha com os mais altos padrões de governança corporativa. É nesse espectro que o ordenamento norte-americano pode servir de inspiração para o desenvolvimento do mercado local.

---

<sup>134</sup> Ver item 2.7.3.

## **CAPÍTULO VI - A CVM E A OPA PREVISTA NO ART. 254-A DA LEI DAS S.A.**

### **6.1 O papel da CVM na alienação de controle de companhias abertas**

A CVM, como apontado por Kumpel (2007, p. 14), consiste em “verdadeiro órgão regulamentador do Mercado de Capitais”, assim instituída pelo art. 5º da Lei 6.385/76:

Art. 5º - É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Nos termos do art. 8º da Lei nº 6.385/76, compete à CVM, dentre outras matérias, fiscalizar as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários; veicular informações relativas ao mercado; e fiscalizar e inspecionar as companhias abertas.

Paralelamente, quando da apresentação do Anteprojeto que deu origem à Lei das S.A., havia previsão de que cumpria à CVM ser comunicada, no prazo de 24 horas da contratação, acerca da operação realizada sem que coubesse à autarquia conferir qualquer autorização prévia para a realização do negócio<sup>135</sup>. Conforme já exposto no presente trabalho, a redação inicialmente proposta no Anteprojeto não prosperou e, por meio da Emenda Lehman, foi incorporado ao texto legal o art. 254, que submeteu, em seu *caput*, as operações de alienação de controle à autorização da CVM, bem como, em seu § 1º, conferiu a esta o dever de zelar pelo tratamento igualitário a ser conferido aos acionistas minoritários por meio de realização de oferta pública de aquisição de ações pelo adquirente do controle acionário<sup>136</sup>.

---

<sup>135</sup> “No Anteprojeto que veio a converter-se na Lei n. 6.404, para a alienação do controle de companhia aberta requeria-se, apenas, a comunicação, dentro de 24 horas da contratação, às Bolsas de Valores e à CVM, bem como a sua divulgação pela imprensa, com a identificação do comprador, não tendo sido prevista a autorização prévia da mencionada autarquia (art. 263)” (PENTEADO, 1989, pp. 52-53).

<sup>136</sup> “O projeto de lei em sua redação original não contemplava a regra de tratamento igualitário. Esta, porém, foi inserida nos arts. 254 e 255, por meio da Emenda Lehman. Adotou-se a fórmula de, no *caput* do art. 254, condicionar a alienação de controle de companhia aberta à autorização da CVM e, no seu § 1º, atribuir a esta o dever de zelar para que fosse assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante o lançamento de simultânea oferta pública para a aquisição das ações de sua propriedade” (MUNHOZ, 2014, p. 206).

Já sob o ordenamento atualmente vigente, cumpre à CVM, nos termos do § 2º do art. 254-A da Lei das S.A., autorizar a alienação de controle das companhias abertas, desde que observados requisitos impostos pela legislação aplicável. A Lei das S.A. também confere à autarquia o poder de estabelecer as normas a serem observadas pelos ofertantes quando da realização da OPA, nos termos do § 3º do artigo supramencionado.

### **6.1.1 A Instrução CVM nº 361/2002**

Em atendimento à competência conferida pela Lei das S.A., a CVM editou, em 05 de março de 2002, a Instrução CVM nº 361/2002, que dispõe, dentre outras matérias, sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações e o respectivo registro das OPAs perante a autarquia federal. No capítulo destinado aos princípios gerais a serem atendidos pelos ofertantes, é estabelecido que a OPA, dentre outros requisitos:

- a) será sempre dirigida indistintamente aos acionistas titulares de ações da mesma classe e espécie daquelas que sejam objeto da OPA (art. 4º, I);
- b) garantirá o tratamento igualitário entre os acionistas da companhia destinatários da oferta (art. 4º, II);
- c) será previamente registrada perante a CVM (art. 4º, III);
- d) será intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento (art. 4º, IV);  
e
- e) será imutável e irrevogável após a publicação do edital (art. 4º, IX).

Adicionalmente, a Instrução determina que a OPA seja mantida em sigilo pelo ofertante até a divulgação, que poderá ocorrer mediante divulgação de fato relevante acerca do tema ou publicação de edital de OPA, sendo esta aplicável às OPAs não sujeitas a registro na CVM. O pedido de registro de OPA deverá ser apresentado à CVM, por meio da

instituição intermediária, contendo os “elementos mínimos que possibilitem a sua compreensão e exame” (art. 9º), no prazo máximo de 30 dias contados da celebração de instrumento definitivo de alienação das ações do bloco de controle (art. 29, § 2º).

No que concerne ao instrumento de OPA, a Instrução traz consigo, no Anexo II, os requisitos a serem atendidos pelo ofertante quando do seu lançamento, destacando-se:

- a) a identificação da companhia objeto, da instituição intermediária contratada e do ofertante responsável pela OPA;
- b) a modalidade de OPA;
- c) as ações objeto de OPA, contendo número, classe e espécie;
- d) o preço ou forma diversa de contraprestação;
- e) os principais termos e condições da OPA;
- f) os valores mobiliários emitidos pela companhia e detidos pelo ofertante; e
- g) a data, o local e o horário de início do leilão.

Finalmente, no que cabe ao procedimento regido pela Instrução, cumpre destacar que a aceitação ou não da OPA pelos acionistas destinatários da oferta ocorrerá no leilão, a ser realizado no prazo mínimo de 30 dias e máximo de 45 dias contados da publicação do edital.

## **6.2 O Caso TIM - Processo CVM RJ nº 2007/14344 e nº 2009/1956**

### **6.2.1 O objeto da discussão – alienação de participação acionária na Itália**

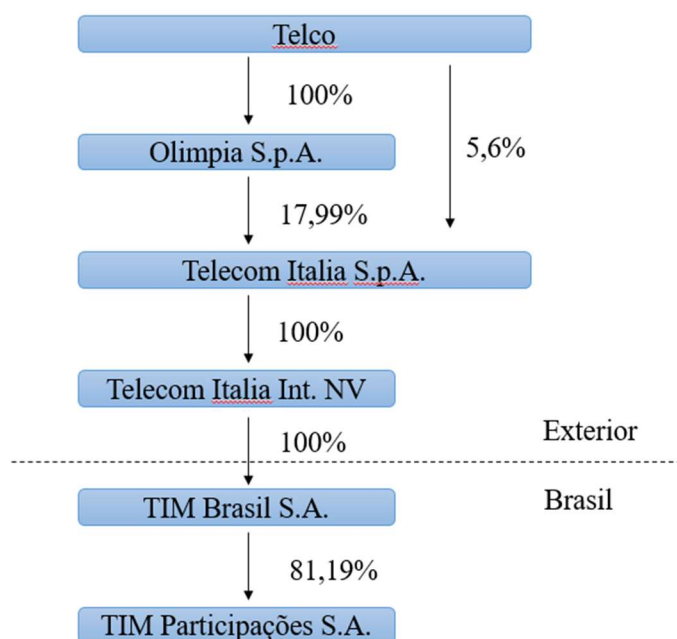
Trata-se de caso em que a CVM analisou, especificamente, os ditames do art. 254-A da Lei das S.A. e a sua aplicação em operação de transferência de controle minoritário.

O “Caso TIM” possui origem no Processo CVM RJ nº 2007/14344, inaugurado a partir de requerimento protocolado na autarquia por Fundos de Investimento<sup>137</sup>, em 04 de dezembro de 2007, para que fosse determinada, pela autarquia, a realização de OPA destinada aos acionistas minoritários da TIM Participações S.A., por operação de transferência de controle indireto, regida pelo art. 254-A da Lei das S.A.

O pedido decorre de operação de alienação de ações (ocorrida na Itália) que, segundo os Fundos, representou a alienação indireta de controle de sociedade denominada TIM Participações S.A., sediada no Brasil, na qual os Fundos possuem participação minoritária.

Mais precisamente, a Telco S.p.A., a partir de sucessivas operações, adquiriu 100% do capital social de sociedade denominada Olimpia S.p.A.. Diante de tal fato, um grupo de acionistas da TIM Participações S.A. requereu, perante a CVM, a realização de OPA mandatária pela Telco S.p.A das ações de emissão da TIM Participações S.A.. Para fácil referência, vale reproduzir o organograma societário encontrado naquela ocasião:

Figura 1 - Organograma TIM Participações S.A.



Fonte: Organograma elaborado a partir das informações prestadas pelos Fundos de Investimento no âmbito do Processo CVM nº 2007/14344.

<sup>137</sup> Foram eles: JGP Hedge Fundo de Investimento Multimercado; Gávea Brasil Fundo de Investimento Multimercado; Hedging-Griffo Verde Equity Master Fundo de Investimento Multimercado; HG Verde Master Fundo de Investimento Multimercado; Top Fundo de Investimento Multimercado; HG Top 30 – Fundo de Investimento Financeiro; HG Star Fundo de Investimento Multimercado; e HG Carteira Administrada Real Fundo de Investimento Financeiro.

No Brasil, a operação foi inicialmente apresentada à ANATEL em 06 de junho de 2007. Por meio do Ato nº 68.276, datado de 31 de outubro de 2007, a ANATEL declarou “anuir com a transferência de controle indireto da Telecom Italia S.p.A”, condicionada à inclusão de determinadas cláusulas nos instrumentos societários que contemplassem, de maneira geral, vedação à Telefônica S.A. em participar de deliberações da Telco S.p.A ou de qualquer outra empresa controlada direta ou indiretamente pela Telecom Italia S.p.A.

O pleito levado à CVM pelos Fundos acionistas da TIM Participações tinha como fundamento o exercício do controle de fato da Telecom Italia pela Olimpia, mesmo sendo titular de 17,99% do capital com direito a voto, razão pela qual a aquisição de 100% das ações de emissão da Olimpia consistiria em transferência do controle indireto da TIM Participações.

Os Fundos, em suas razões, alegaram que, embora o ordenamento italiano estipule que a aquisição de 30% do capital social votante de uma companhia aberta, por haver presunção de aquisição de controle, obrigue o adquirente a realizar OPA, haveria também regras específicas que reconheceriam o controle de fato, independente do percentual ostentado no capital social da companhia (tal como no caso por ele apresentados à autarquia)<sup>138</sup>. Assim, pugnaram que a CVM determinasse fosse formulada, pela Telco, oferta pública de aquisição de ações ordinárias emitidas pela TIM Participações S.A. e em circulação no mercado<sup>139</sup>.

---

<sup>138</sup> “O art. 2.359 do Código Civil Italiano define as sociedades controladas e coligadas, admitindo a hipótese de controle de fato – situação em que, apesar de não deter a maioria das ações com direito a voto, certo acionista (ou grupo de acionistas) é titular de ações em quantidade suficiente para exercer uma *influenza dominante* na assembleia (art. 2359, comma 2). O *Texto unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* (“TUF”) também prevê, em seu art. 93, uma definição de controle, fazendo referência àquela prevista no art. 2.359, mas com outra hipótese, já contida naquela prevista no Código Civil, o exercício do controle através de acordo de voto. Além disso, há no TUF outra regra cuja análise se faz igualmente necessária. Trata-se do art. 106, o qual determina que a aquisição de ações com direito a voto emitidas por uma companhia aberta admitida à negociação na Itália, obriga o adquirente a realizar uma oferta para a aquisição das ações com voto que remanescerem em circulação. Parece ser razoavelmente pacífico na doutrina italiana (e mesmo na europeia, tendo em vista a existência de normas similares decorrente de comando incluído em Diretiva Europeia) que a imposição da obrigação de realizar oferta pública no caso de aquisição de um determinado percentual das ações com voto decorre de uma presunção de aquisição de controle (ou ao menos de uma alteração significativa da estrutura de poder) da companhia em tais casos. Não obstante, o direito italiano reconhece a existência do controle de fato, que é configurado quando, apesar de não deter aquele percentual mínimo de 30% do capital votante da sociedade, o acionista exerce influência sobre os negócios da companhia, elegendo a maioria dos seus administradores e determinando a sua atuação”.

<sup>139</sup> “Sendo indiscutível que o controle de Olimpia foi alienado à Telco, e considerando que resultou, da referida operação, a alienação do controle de fato da Telecom Itália e, por consequência, a transferência do controle de Tim Participações S.A., pedem as Requerentes que a CVM determine à Telco que apresente oferta pública de



Os Fundos apresentaram, no curso do procedimento, parecer elaborado pelo Professor Diego Corapi, da Universidade de Roma, La Sapienza, que esclareceu o regramento atinente à figura do controle minoritário ou de fato no direito italiano, devidamente reconhecido pelo ordenamento daquele país. Todavia, o Prof. Corapi também elucida que a OPA decorrente de alienação de controle somente é mandatória em operações que representem a aquisição em patamar superior a 30% do capital votante<sup>140</sup>.

Também foi apresentado parecer elaborado pelo Professor Marcelo Ferraz Trindade, que defendeu a aplicação da lei italiana no que concerne à definição de controle e, reconhecendo-se que Olimpia controlava Telecom Italia, a incidência da regra prevista no art. 254-A da Lei das S.A.<sup>141</sup> Ainda, em nova oportunidade, os Fundos informaram que a Olimpia foi incorporada pela Telco em 18 de dezembro de 2007, e que esta, em assembleia geral da Telecom Italia – companhia na qual a participação da Telco passou a ser direta – realizada em abril de 2008, elegeu a maioria dos administradores da Telecom Italia. Ou seja, no entender dos Fundos, a Telco vinha exercendo o controle sobre a Telecom Italia, o que justificaria a realização de OPA por alienação indireta de controle.

---

aquisição de ações ordinárias de emissão da aludida Tim Participações S.A. em circulação no mercado, tal como exigido pelo art. 254-A da Lei nº 6.404/76 e pela Instrução CVM nº. 361/02”.

<sup>140</sup> Destaca-se, assim, o seguinte trecho do parecer exarado pelo Prof. Corapi: “(...) a alienação de uma participação acionária idônea a conferir o controle de fato de sociedade participada origina transferência do controle quando presentes duas condições: a) ocorra, em primeiro lugar, que a alienação atribua ao adquirente a efetiva disponibilidade de uma quantidade de votos suficientes a exercer uma influência dominante na assembleia ordinária; b) ocorra, também, que permaneça uma situação de fracionamento das outras participações acionárias e/ou de absenteísmo dos sócios que torna possível o exercício da influência dominante com base nos votos transferidos. Quando ocorram tais condições, a alienação da participação acionária determina a transferência do controle de fato da sociedade participada, posto que o sujeito adquirente é investido, por efeito direto da mesma aquisição, da faculdade de orientar a atividade da assembleia ordinária, nos exatos termos previstos pela norma geral do artigo 2359, 1º inciso, item 2, do Código Civil Italiano. (...) Em conclusão, a resposta ao requerido parecer, é que, de acordo com o ordenamento italiano, a alienação de uma participação à qual corresponda a disponibilidade dos votos idôneos para permitir o exercício de uma influência dominante na assembleia ordinária, determina a obrigação por parte do adquirente de promover oferta pública de aquisição da totalidade das ações em circulação, nos termos do artigo 106 do TUF, desde que o objeto da aquisição represente participação superior ao patamar de 30%, mas, de qualquer caso, comporta a submissão do adquirente à normativa em matéria de controle de que trata o artigo 2359 do Código Civil Italiano. Portanto, se Olimpia S.p.a., enquanto titular de ações representativas de 17,99% do capital de Telecom Itália S.p.a., exercia o controle de fato sobre tal sociedade, então, a alienação de 100% do capital de Olimpia S.p.a. comportou a transferência de tal controle de fato em favor da adquirente, Telco S.p.a.”

<sup>141</sup> “Após analisar os documentos antes citados, outros mencionados ao longo deste parecer e a doutrina e a legislação aplicáveis à espécie, minha conclusão é no sentido de que (i) a lei italiana deve reger a definição do controle de Telecom Itália, e, portanto, a aplicação de tal lei é que deve definir se Olímpia controlava Telecom Itália, e tendo em vista a incontroversa alienação do controle da própria Olímpia, deve incidir a obrigação dos adquirentes do controle de Olímpia de realizar OPA por alienação indireta de controle de TIM Participações, na forma do art. 254-A da Lei das S.A.”.

A SRE<sup>142</sup>, por meio de decisão proferida em 19 de janeiro de 2009, entendeu que o controle de fato da Telecom Italia era desempenhado pela Olimpia, razão pela qual concluiu pela necessidade de realização de OPA pela Telco dirigida às ações de emissão da TIM Participações em circulação no mercado.

A decisão em comento foi objeto de recurso pela Telco, em 06 de março de 2009, pugnando pela desnecessidade de realização de OPA em decorrência da operação de aquisição de ações emitidas pela Olimpia. Em suas razões, a Telco concordou com a aplicação da lei italiana para a caracterização ou não de controle na relação havida entre Telecom Italia e Olimpia. Todavia, não concordou com a adoção de conceito genérico de controle, que pode ser encontrado no Código Civil Italiano, haja vista que, segundo defendido, aplica-se ao caso a regra especial trazido no bojo do art. 106 do *Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria*<sup>143</sup>.

Referido artigo estabelece que deve ser realizada OPA apenas se a parte adquirente exceder, após a operação, 30% (trinta por cento) do capital votante da companhia cujas ações foram adquiridas, estabelecendo-se, assim, presunção absoluta de existência de controle, o que não teria ocorrido no presente caso. Telco também manifestou concordância com a aplicação da lei brasileira para fins de verificação sobre a obrigatoriedade de realização de OPA das ações de emissão da TIM Participações.

Adotadas tais premissas, a Telco entende que o reconhecimento, pela SRE, de relação de controle entre Olimpia e Telecom Italia estaria em desacordo com o ordenamento italiano, uma vez que o art. 106 do *Testo Único dell'Intermediazione Finanziaria* impõe a realização de oferta apenas se a participação do adquirente exceder 30% do capital votante, havendo, portanto, presunção absoluta de controle no direito italiano.

---

<sup>142</sup> Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM.

<sup>143</sup> Em tradução livre: “Art. 106 (Oferta pública de aquisição total). 1. Aquele que, após aquisições ou aumentos de direito de voto, vier a deter uma participação superior a trinta por cento sobre direito de voto deve promover uma oferta pública destinada a todos os titulares de valores mobiliários admitidos em negociação em mercado regulamentado em sua posse”. No original: “Art. 106 (Offerta pubblica di acquisto totalit ria) 1. Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggioranza dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalit  dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”. Em tradu o livre: “Art. 106 (Oferta p blica de aquisi o total). 1. Aquele que, ap s aquisi es ou aumentos de direito de voto, vier a deter uma participa o superior a trinta por cento sobre direito de voto deve promover uma oferta p blica destinada a todos os titulares de valores mobili rios admitidos em negocia o em mercado regulamentado em sua posse”.

Uma vez apresentadas as razões recursais pela Telco, a SRE manteve a decisão anteriormente proferida. Nessa ocasião, a SRE esclareceu os seguintes pontos, dentre outros também apontados:

- (a) considerou adequada, para apreciação do caso, a aplicação do art. 11 da então Lei de Introdução ao Código Civil, atual Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro, aplicando-se a lei italiana ao caso concreto;
- (b) a adoção de critérios estatísticos não fere ou afasta a aplicabilidade da lei italiana, sendo que sua abordagem constituiu elemento de suporte para a tomada de decisão tanto da SRE quanto da CONSOB;
- (c) a decisão anteriormente proferida pela SRE não ignorou a manifestação inconclusiva oferecida pela CONSOB no que concerne à existência de controle de fato no caso sob análise;
- (d) o Parecer emitido pelo Prof. Corapi, embora tenha assumido como premissa a existência de controle de fato, foi útil ao apresentar a doutrina italiana acerca do conceito de controle, não tendo sido, ao fim, considerado como prova da alienação de controle no caso concreto;
- (e) embora o art. 106 do TUIF, que contém presunção de controle, determine a mandatória realização de OPA quando a parte adquirente exceder o percentual de 30% do capital votante da emissora das ações, a análise realizada pela SRE levou em consideração os conceitos contidos no art. 93 do Decreto Legislativo nº 58/98 e no art. 26 do Decreto Legislativo nº 127/91, conforme orientação recebida da CONSOB;
- (f) a CONSOB admite o exercício do poder de controle compartilhado por mais de uma pessoa jurídica;
- (g) quanto à ausência de consolidação dos balanços de Telco e Telecom, teria sido esclarecido pela CONSOB que seria aguardado o resultado das assembleias

gerais subsequentes para que fosse averiguada a obrigatoriedade ou não para tanto; e

- (h) o Parecer elaborado pelo Prof. Nelson Eizirik não é aplicável ao caso, já que dispõe exclusivamente sobre a legislação brasileira, que não foi adotada com fulcro no art. 11 da vigente LICC.

O recurso interposto pela Telco em face da decisão proferida pela SRE foi encaminhado à Diretoria da CVM e distribuído para a relatoria do Diretor Eliseu Martins.

### **6.2.2 Voto do Diretor Relator Eliseu Martins**

Em seu voto condutor, o Diretor Relator analisou, inicialmente, a lei aplicável ao caso para a definição de controle. E, nesse ponto, afastou a adoção do caso Arcelor-Mittal como paradigma, uma vez que, naquela ocasião, discutiu-se a obrigação de OPA por aquisição originária de controle, hipótese diversa, portanto, do caso ora analisado<sup>144</sup>.

Adiante, asseverou que, por se tratar de discussão acerca de alienação de controle indireto de companhia aberta com sede no Brasil, se efetivamente verificada, estaria condicionada à realização de OPA. Dito isso, assumiu que as disposições arguidas deveriam ser interpretadas com fulcro nos princípios e regras oriundos da legislação brasileira:

Como a TIM Participações é companhia com sede no Brasil, entendo que a correta aplicação do art. 11 da LICC ao caso implica que a determinação do seu controle indireto deve tomar como base o conceito de controle indireto previsto na legislação brasileira.

Em adição, asseverou que não parecia razoável impor à companhia e aos acionistas minoritários a análise e compreensão de lei estrangeira para ver resguardados seus direitos. Para fins argumentativos, trouxe à baila as seguintes situações conflituosas que poderiam ser originadas a partir da adoção de ordenamento estrangeiro para delimitar a necessidade ou não de realização de OPA:

---

<sup>144</sup> “Em primeiro lugar, considero incabível a adoção da operação envolvendo a Arcelor-Mittal como paradigma para este processo, já que naquele caso a decisão se deu pela existência, no estatuto da Arcelor Brasil, da obrigação da OPA por aquisição originária de controle, e não por força do comando previsto no art. 254-A na LSA”.

- (a) caso a operação ocorra em determinado país em que seja desconhecido o conceito de controle, mesmo em hipótese em que, sob a lei brasileira, estivesse indiscutivelmente presente a alienação de controle, a OPA não seria obrigatória;
- (b) situação em que um determinado lote de ações é alienado em país que a OPA é exigida independentemente da efetiva alienação de controle. Nessa hipótese, seria necessária a adoção de tal regra em território brasileiro e determinar, assim, a realização de OPA porque essa é a regra no país em que se deu a operação?
- (c) na hipótese de haver controle presumido nos casos em que um acionista atingir determinado percentual do capital votante da companhia (adota-se, como exemplo, o percentual de 30%). Deveria ser imposta a realização de OPA, mesmo sendo averiguado que referido acionista não possui usualmente a maioria dos votos nas assembleias gerais realizadas pela companhia, bem como não elege a maioria dos administradores?

No entender do Diretor Relator, “parece-me um ônus injustificável à companhia brasileira e aos minoritários a imposição da legislação de outros países para acompanhamento das transferências de participações de controladores indiretos”. E arremata que “se a Lei brasileira determina a prática da OPA quando da transferência de controle, cabe analisar qual o conceito brasileiro de controle, a existência ou não desse controle ao comprador, não interessando onde tenha ocorrido essa operação”.

Entendeu-se, assim, pela aplicação da legislação brasileira para fins de conceituação de controle, existência de controle pelo vendedor e transferência ou não do controle se caracterizado. Passa-se, então, para a análise se havia, no momento da alienação das ações, controle indireto exercido pela Olimpia na TIM Participações. De princípio, o Diretor Relator toma o cuidado de apresentar as finalidades diversas contidas nos arts. 116 e 254-A da Lei das S.A.. Em relação ao primeiro, delimita que possui como finalidade estipular os requisitos para que determinado acionista seja considerado controlador e, ato contínuo, os deveres e responsabilidades assumidos por tal.

No que diz respeito ao segundo, dispõe que “pretende conferir a possibilidade de uma ‘compensação’ à quebra de estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários possam alienar suas ações quando essa estabilidade for perturbada e receber parte do prêmio de controle”. Ainda, estabelece que o § 1º do art. 254-A da Lei das S.A. não faz qualquer menção que, para fins de aplicação da OPA prevista no caput, o controle estaria vinculado ao seu efetivo exercício. Ou seja, exige-se tão somente a propriedade de valores mobiliários em patamar que possa permitir, caso seja do interesse de seu proprietário, o seu exercício.

Também é destacado pelo Diretor Eliseu Martins o resultado da operação como fator essencial para a caracterização da hipótese prevista no art. 254-A da Lei das S.A.. No entender do Diretor Relator, a lei abarca do mesmo modo a situação em que, no momento da operação, o alienante não possuía, ainda, o controle efetivo e que não poderia, assim, exercê-lo<sup>145</sup>. Nessas hipóteses, tampouco o adquirente poderia fazê-lo, o que somente demonstra, na percepção de Eliseu Martins, a inexigibilidade do requisito contido na alínea ‘b’ do art. 116 da Lei das S.A. para a caracterização para fins de aplicação da OPA prevista no art. 254-A de referida lei.

Pautando-se na alínea ‘a’ do art. 116, o Diretor Relator estabeleceu que, para caracterização de poder de controle, deve o acionista ou o grupo de acionistas, de modo permanente, possuir a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e eleger a maioria dos administradores. No Caso TIM, restaria “saber se a Olimpia controlava ou não a Telecom Italia, o que lhe garantiria o controle indireto da TIM Participações”.

Ao analisar as circunstâncias relevantes do caso concreto<sup>146</sup>, Eliseu Martins entendeu que a Olimpia possuía, historicamente, a maioria dos votos das assembleias gerais, salvo a

---

<sup>145</sup> Trata-se do trecho final do § 1º do art. 254-A que dispõe sobre “(...) 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.”

<sup>146</sup> São elas: “(i) antes da operação em análise, a Olimpia, com 17,99% das ações com direito a voto, era a principal acionista da Telecom Italia; (ii) a Olimpia e a Telco (após a incorporação da Olimpia), elegeram, desde pelo menos 2004, até 2009, conforme documentos constantes dos autos, a grande maioria dos conselheiros da Telecom Italia; (iii) a Olimpia, desde 2004, teve a maioria do capital votante presente nas assembleias da Telecom Italia. Na AGO de 2007, contudo, não obteve a maioria, mas 49,94% do capital votante presente, apesar disso, logrou êxito em eleger a maior parte dos conselheiros naquela assembleia; (iv) nas AGOs de 2008 e 2009 situação semelhante à da AGO de 2007 ocorreu, com as ações da Telco provenientes da Olimpia representando 45,56% e 45,20%, respectivamente, do capital votante presente nas mesmas assembleias. Registre-se, complementarmente, que a Telco contou com outros lotes de ações (decorrentes de conferência de ações ao seu capital e de aquisições posteriores) que, somados, propiciaram-lhe 62,06% e 61,57% do capital votante presente, respectivamente. Novamente em 2008, a Telco elegeu a maior parte dos conselheiros da Telecom Italia; (v) a CONSOB não exigiu, até onde seja do nosso conhecimento, a

AGO ocorrida em 2007, assim como foi capaz de eleger a maioria dos administradores. Caberia, então, com fundamento na dispersão acionária da companhia e no histórico apresentado, averiguar se o exercício de tais prerrogativas era assegurado à Olimpia de modo permanente.

Nesse ponto, o Diretor Relator traz relevante reflexão sobre os ditames contidos na expressão “de modo permanente” e quais as balizas que devem ser adotadas para a correta verificação, no caso concreto, de dito requisito legal. Inicialmente, Eliseu Martins refuta o entendimento anteriormente esposado pela CVM no Precedente CBD, no qual restou consignado que determinado acionista somente poderia fazer prevalecer sua vontade, sempre que desejar, se for proprietário de 50% mais uma das ações de emissão da companhia com direito a voto<sup>147</sup>.

Afastado referido precedente, são adotados no voto condutor os ensinamentos de Fabio Konder Comparato para apontar que o “modo permanente” não decorre de maioria absoluta do capital votante de determinada companhia, sendo plenamente possível a preponderância nas deliberações de acionista que possui participação relevante, sem alcançar a maioria absoluta<sup>148</sup>. E, retornando aos elementos objetivos do caso concreto, Eliseu Martins fixou entendimento sobre a preponderância da Olimpia nas assembleias gerais e eleição dos administradores da Telecom Italia:

A meu ver, não há como considerarmos que o fato de, em uma assembleia apenas, a Olimpia não ter obtido a maioria dos presentes por apenas 0,06%, seria suficiente para demonstrar a eventualidade desse poder. Tal raciocínio contraria frontalmente os fatos, pois, se olharmos o histórico das assembleias da Telecom Italia, não identificamos uma quebra da preponderância que vem continuamente sendo exercida pela Olimpia/Telco.

A verdade é que, como levantado pelo SRE na sua decisão, apesar de ainda não ter havido a divulgação da operação em si, já havia informação no mercado sobre a existência de negociações para a venda da participação da Olimpia na Telecom Italia, o que faz com que a AGO de 2007, de certa forma, seja diferente das demais.

---

consolidação das demonstrações financeiras da Telecom Italia na Olimpia, na Telco ou em qualquer de seus sócios”.

<sup>147</sup> Processo Administrativo CVM RJ 2005/4069.

<sup>148</sup> “(...) a lei, se quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente ou mesmo se referido à “maioria absoluta” do capital votante da companhia, e não à “maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral”. (...) É claro que essa preponderância, no extremo, apenas é garantida nos casos de controle majoritário, pois nesses casos há impossibilidade fática de o controlador encontrar resistência à sua vontade nas assembleias. Mas essa visão extrema não me parece a melhor interpretação do art. 116 e visivelmente esse também não é o entendimento do Prof. Comparato, já que ele admite que o art. 116 engloba o controle minoritário”. In voto proferido pelo Diretor Eliseu Martins no Processo CVM RJ nº 2009/1956.

Mesmo assim, creio ser relevante reforçar que a Olimpia elegeu a maioria dos conselheiros da Telecom Italia naquela AGO de 2007. Isso mostra que, apesar de ter havido um número maior de acionistas presente naquele [sic] assembleia, se compararmos com o ano anterior, esses acionistas não foram capazes de se organizar de forma a ameaçar o poder que vinha sendo exercido pela Olimpia e que continuou sendo exercido pela Telco. Aliás, nem há notícias trazidas aos autos de que tenham tentado essa organização para fazer com que a Olimpia perdesse seu poder. Por tudo o que consta, a situação, de fato, não mudou, com a Olimpia ‘dando as cartas’ na assembleia geral dos acionistas da Telecom Italia.

Especificamente sobre a não determinação de consolidação das demonstrações financeiras pela CONSOB, Eliseu Martins defendeu em seu voto que tal determinação não seria necessária para que exista a figura do acionista controlador<sup>149</sup>. Também refutou o argumento de que as participações dos acionistas da Telco deveriam ser consideradas individualmente, uma vez que, em primeiro lugar, a “estrutura de controle da Telecom Italia após a operação não é essencial para o desfecho deste caso”, já que “para fins de aplicação do art. 254-A, importa verificar se, no momento da operação, a Olimpia controlava a Telecom Italia e se esse controle foi alienado”.

Em adição, mostrou-se evidente o entendimento de que, ao ser constituída para participar no capital social da Telecom Italia, a Telco acabou por representar o alinhamento de interesses de seus acionistas, de modo que não seria possível, no caso concreto, simplesmente desconsiderar a existência da Telco e avançar para a análise do nível societário subsequente<sup>150</sup>.

Foi trazido também pelo Diretor Relator o fato de que a Telco pagou prêmio de cerca de 40% sobre o valor de mercado aplicado às ações da Olimpia, o que, em sua visão, demonstra a relevância da participação detida pela Olimpia na Telecom Italia<sup>151</sup>.

---

<sup>149</sup> “a consolidação pode ser uma consequência da existência da relação de controle, mas o fato de não ter sido determinada pela CONSOB não significa que não havia controle. No Brasil, por exemplo, de acordo com o parágrafo único do art. 249 da LSA, a CVM pode determinar a consolidação ainda que não há controle e autorizar a exclusão de controlada da consolidação. É claro que a decisão da CONSOB oferece uma indicação de que, ao analisar a situação do ponto de vista da legislação italiana, a CONSOB não vislumbrou a caracterização de controle naquele momento, para fins de consolidação de demonstrações financeiras, mas creio que essa análise não nos vincula de qualquer forma, ainda mais se considerarmos que nossa análise deve ser feita com base na legislação brasileira”.

<sup>150</sup> “(...) ao analisar, a título de reforço dos argumentos, a estrutura do poder de controle após a operação, não há como desconsiderar a existência da Telco e tratar as participações dos seus acionistas na Telecom Italia como se a Telco não existisse. Ao constituírem a Telco com o propósito de participar no capital social da Telecom Italia, os acionistas alinharam seus interesses na Telco. Portanto, é a participação da Telco na Telecom Italia que deve ser verificada (...)”.

<sup>151</sup> “De acordo com informação trazida aos autos pelos Fundos de Investimento, e não contestada pela Telco, a Telco pagou um prêmio de cerca de 40% sobre o valor de mercado das ações. Como mencionado pelo ex-Presidente Marcelo Trindade em voto no Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/7230, o pagamento de prêmio não é indicador suficiente a caracterizar uma alienação de controle, já que também é comum em aquisições de participações estratégicas ou minoritárias relevantes. Contudo, o pagamento de prêmio de cerca



Eliseu Martins, diante da preponderância da Olimpia nas deliberações, bem como da eleição da maior parte dos administradores da Telecom Italia pela própria Olimpia, vislumbrou a caracterização de poder permanente e estável no caso concreto. Em conclusão, o Diretor Relator entendeu que, no momento em que as ações de emissão da Olimpia foram adquiridas pela Telco, Olimpia controlava diretamente a Telecom Italia e indiretamente a TIM Participações, razão pela qual ficou caracterizada a alienação de controle minoritário indireto, restando mantida, no entender do Diretor Relator, a necessidade de realização de oferta pública de aquisição de ações da TIM Participações pela Telco.

Diante das considerações brevemente descritas, o Diretor Relator Eliseu Martins fixou seu entendimento de que:

- (a) a Olimpia controlava diretamente a Telecom Italia e, indiretamente, a TIM Participações, “pois constantemente obteve a maioria dos votos presentes nas assembleias gerais da Telecom Italia e elegeu a maioria de seus administradores”;
- (b) a não determinação de consolidação de demonstrações financeiras, pela CONSOB, não significa necessariamente que não haja situação de controle;
- (c) o pagamento de prêmio relevante, assim como o reconhecimento, pela ANATEL, de transferência de controle, embora não sejam fatores determinantes, contribuem para o entendimento acerca da existência de controle na operação narrada e a sua alienação para terceiro.

Assim é o voto do Diretor Eliseu Martins no sentido de que seja mantido o entendimento anteriormente exarado pela SRE, determinando-se a realização de OPA de ações de emissão da TIM Participações pela Telco, nos termos do art. 254-A da Lei das S.A.

---

de 40% sobre o valor de mercado por uma participação minoritária de apenas 18% do capital votante confirma a inegável relevância dessa participação dentro do contexto da Telecom Italia (uma companhia aberta com alta dispersão acionária e grande absenteísmo nas assembleias), participação essa que permitiu à Olimpia e continua permitindo à Telco a indicação da maioria dos conselheiros”.

Apresentado o voto condutor, passemos aos votos proferidos pelos demais diretores que compuseram o colegiado.

### 6.2.3 Voto do Diretor Eli Loria

O Diretor Eli Loria, inicialmente, defende que independentemente de se discutir a aplicação do direito italiano, “o caso se resume à verificação se alienação de ações de emissão da Olimpia por Pirelli e Sintonia para a Telco caracteriza uma alienação indireta de controle da TIM Participações à luz do art. 254-A da Lei nº 6.404/76”.

Em sua visão, a condição (suspensiva ou resolutiva) contida no art. 254-A da Lei das S.A. assume natureza “eminente obrigacional”, o que, com fulcro no art. 9º da então Lei de Introdução ao Código Civil Brasileiro<sup>152</sup>, estabelece a aplicação da lei brasileira à obrigação identificada, afastando-se a discussão acerca da aplicação do ordenamento italiano ao caso em tela.

Fixada a premissa de aplicação da lei brasileira, o Diretor Eli Loria passa, então, a estabelecer quais são as condições, segundo ele cumulativas, para que seja reconhecida a figura de acionista controlador de determinada companhia. Segundo ele, são três as condições que devem ser observadas no caso concreto, com fulcro no art. 116 da Lei das S.A.:

- 1) ter, de modo permanente, direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral (letra “a”, 1ª parte);
- 2) ter o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia (letra “a”, 2ª parte); e,
- 3) usa[r] efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (letra “b”)

Todavia, compreende que as duas primeiras condições dispostas acima, decorrentes da letra “a” do artigo 116 da Lei das S.A., são suficientes para que seja exigida a realização da OPA regida pelo art. 254-A, uma vez que o adquirente “estará apto a exercer o controle”. *A contrario sensu*, nas hipóteses em que o alienante não possua poder de controle de modo permanente, “ainda que seja ‘controlador de fato’ não pode alienar o que não tem e o adquirente não se obriga a realizar oferta pública de aquisição perante os demais acionistas”.

---

<sup>152</sup> “Art. 9º Para qualificar e reger as obrigações, aplicar-se-á a lei do país em que se constituírem”.

Assim, o Diretor Eli Loria fixa três requisitos objetivos para que seja devida a realização de OPA pelo adquirente de participação acionária:

- (i) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa diversa do anterior detentor do controle;
- (ii) que o poder de controle seja permanente, ou seja, que o lote de ações alienado permita a gestão da companhia pelo adquirente sem a possibilidade de contraposição de outros acionistas; e,
- (iii) 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.

A partir de tais requisitos, o Diretor Eli Loria afastou, categoricamente, a aplicação da OPA às operações de transferência de controle minoritário, posicionando-se em sentido diametralmente oposto ao voto proferido pelo Diretor Relator:

As atuais regras definindo ‘alienação de poder de controle’ não abrangem a alienação de controle minoritário e, portanto, tal alienação não resulta na necessidade de realização de uma OPA.

Votou, assim, pelo deferimento do recurso interposto pela Telco, reconhecendo-se a desnecessidade de realização de OPA em decorrência da aquisição das ações de emissão da Olimpia.

#### **6.2.4 Voto do Diretor Otávio Yazbek**

O Diretor Otávio Yazbek, para fins de organização da discussão levada à CVM, dividiu o seu voto em capítulos intitulados (i) da legislação aplicável; (ii) da definição de poder de controle na legislação acionária – arts. 116 e 254-A e da possibilidade de controle minoritário; e (iii) do caso concreto.

No que concerne ao primeiro tópico, Otávio Yazbek assume que, embora a identificação do controlador da Olimpia deveria se dar a partir da legislação italiana, tem-se como objetivo, no caso concreto, compreender “se houve, para os efeitos do art. 254-A da Lei n. 6.404/76, alienação do poder de controle indireto da TIM Participações S.A.”. Desse modo, Yazbek acompanha o Diretor Relator e entende como aplicável a lei brasileira, sob pena de se negar vigência ao dispositivo legal pátrio.

Já em relação ao segundo ponto, Yazbek inicialmente diferencia o art. 116 do art. 254-A, identificando aquele como “um centro de imputação de direitos e deveres, permitindo

a responsabilização daquele que abusa de sua posição dominante”. Ainda acrescenta que “para fazê-lo com maior eficiência – e como desde sempre vem reconhecendo a doutrina – a lei adotou uma definição suficientemente ampla de acionista controlador, a fim de abranger não apenas os controles totalitário e majoritário, mas também o controle minoritário”.

No que cabe ao art. 254-A, dispõe que a finalidade, “aqui, foi proteger o acionariado disperso a partir da criação de um instrumento próprio, que outorga, a este, a possibilidade de retirada em caso de mudança das condições sob as quais ingressou no quadro social”. A diferença entre as finalidades contidas, assim como os direitos tutelados por cada um dos artigos supracitados, conduz o Diretor a defender que a adoção “pura e simples” do art. 116 para fins de aplicação do art. 254-A pode gerar distorções significativas.

Feitas tais considerações, Yazbek, no deslinde de seu voto, assim delimita a problemática trazida no que cabe ao art. 254-A da Lei das S.A.:

A maior parte dos possíveis questionamentos, neste ponto, diz respeito à possibilidade de alienação, para os efeitos do art. 254-A, do poder de controle minoritário ou de fato. Na verdade, tal possibilidade traria um necessário dilema lógico: como combinar a detenção de uma participação minoritária com aquela detenção, ‘de modo permanente’, do poder para definir o conteúdo das deliberações sociais e de eleger a maioria dos administradores? Trata-se de um dilema – ou melhor, de uma dificuldade – recorrente quando se fala em poder de controle minoritário.

E, no espectro da problemática por ele identificada, pondera:

(...) Não gostaria aqui de (...) afastar de pronto qualquer possibilidade de negócio jurídico que transfira poder de controle minoritário e que, com isso, possa vir a ensejar a aplicação do art. 254-A da lei acionária. A bem da verdade, creio que tal possibilidade não é de todo inconsistente com o regime do citado art. 254-A (...).

Nota-se que Yazbek entende pelo cabimento da aplicação da OPA, prevista no art. 254-A da Lei das S.A., às operações de alienação de controle minoritário (ou de fato). Contudo, seu voto contribui substancialmente para a insegurança jurídica que circunda o tema, considerando-se defender que “a análise deve realizar-se caso a caso”. No caso em apreço, entendeu que a operação narrada não trouxe à Telco, de maneira inequívoca, “direitos hábeis a lhe garantir, de modo permanente, a posição de controladora indireta da Telecom Italia e, conseqüentemente, da TIM Participações”. Concluiu, assim, pelo deferimento do recurso interposto pela Telco, afastando-se a necessidade de realização da OPA regida pelo art. 254-A da Lei das S.A..

### 6.2.5 Voto da Diretora Presidente Maria Helena Santana

A então Diretora Presidente, Maria Helena Santana, caminhou em sentido diverso dos demais diretores, de modo que buscou na lei italiana a caracterização, ou não, de controle na relação havida entre Olimpia e Telecom Italia. Combinando-se o disposto nos arts. 9º e 11 da Lei de Introdução ao Código Civil (atual Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro), a Diretora Presidente asseverou que “a OPA por alienação indireta de controle da TIM Participações se regerá pela lei brasileira (art. 9º) caso, de acordo com a lei italiana, tenha havido alienação de controle na operação de que se trata”.

Estabeleceu-se, dessa maneira, duas etapas a serem observadas no caso concreto: a verificação se houve, de acordo com o ordenamento italiano, alienação de controle; e, se encontrada tal hipótese, a aplicação do regramento brasileiro à operação, essencialmente a OPA decorrente do art. 254-A da Lei das S.A.. Ademais, foram invocados pela Diretora Presidente dispositivos contidos na Diretiva Europeia que, segunda ela, assemelham-se às regras contidas nos arts. 9º e 11 da LINDB, o que reforçaria o encaminhamento proposto<sup>153</sup>.

---

<sup>153</sup> “Cumprer notar ainda que o regime que está refletido no art. 11 da LICC não parece ser dispositivo apenas aplicado no Brasil, ao contrário. Digo isso porque a própria Diretiva Europeia que regula as OPA possui regra de todo semelhante aos arts. 9 e 11 de nossa LICC. Com efeito, a primeira parte da alínea ‘e’ do item 2 do art. 4º da Diretiva estabelece que as regras a respeito da OPA propriamente serão tratadas de acordo com as regras do Estado-Membro competente: ‘nos casos referidas nas alíneas b) e c), as questões relacionadas com a contrapartida proposta no caso de uma oferta, e em particular o preço, assim como as questões relacionadas com o processamento da oferta, em especial a informação sobre a decisão do oferente de lançar a oferta, o conteúdo do documento relativo à oferta e a divulgação da oferta, serão tratadas de acordo com as regras do Estado-Membro da autoridade competente (...)’. A segunda parte daquela mesma alínea estabelece que, em questões como a percentagem de direitos de voto que confere o controle, as regras aplicáveis são as do Estado-Membro e quem se situa a sede da sociedade: ‘(...) no que respeita às questões relacionadas com a informação aos trabalhadores da sociedade visada e às questões relacionadas com o direito das sociedades, em particular a percentagem de direitos de voto que confere o controle e qualquer derrogação à obrigação de lançar uma oferta, assim como as condições em que o órgão de administração da sociedade visada pode empreender qualquer acção susceptível de conduzir o fracasso da oferta, as regras aplicáveis e a autoridade competente são as do Estado-Membro em que se situa a sede da sociedade visada’. Ou seja, assim como nossa LICC, a Diretiva Europeia, ao tratar de casos em que a OPA for exigível em um país, mas relativa a sociedade situada em outro, estabeleceu que a OPA será regida pelo país em que houver a obrigação de realizar a OPA (equivalente ao nosso art. 9º, que faz incidir o art. 254-A da Lei das S.A.), mas que a aferição quanto à participação que será considerada controle se dará pela legislação do país em que estiver a sede da sociedade cujas ações são objeto de oferta. Desta forma, assim como entendo que pode ocorrer no Brasil, à luz da LICC e diante de uma operação de venda de controle ocorrida no exterior, na Comunidade Europeia os destinatários de uma OPA ficam sujeitos à legislação de outro país, aquele onde for sediada a respectiva sociedade, para fins de conceituação do que é considerado controle. E essa definição é que irá determinar se haverá ou não OPA em um caso concreto”.

Trata-se de solução singular adotada pela Diretora Presidente em relação aos demais Diretores, o que, inclusive, deu ensejo à apresentação de pedido de reconsideração pelos Fundos de Investimento, o que será apresentado nos tópicos seguintes.

Dando-se continuidade à sistemática proposta, ao analisar o ordenamento italiano, entendeu-se pela ausência de controle detido pela Olimpia, tendo em conta a existência de presunção legal de controle atribuída ao acionista detentor de, ao menos, 30% das ações de emissão de determinada companhia. No caso em tela, a Olimpia detinha tão somente 17,99%, reconhecendo a Diretora Presidente não haver controle da Olimpia sobre Telecom Italia e, assim, não restar caracterizada transferência de controle na aquisição de participação societária pela Telco.

Tal constatação, em consonância com a metodologia descrita anteriormente, culminou no entendimento pela inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das S.A. ao caso, uma vez que a Diretora Presidente não vislumbrou que “tenha ocorrido o fato gerador da obrigação estabelecida na lei brasileira – a alienação indireta de controle da Tim Participações S.A.”.

Mesmo após superada a apreciação do caso concreto, a Diretora Presidente trouxe ao seu voto reflexão sobre a dificuldade encontrada no país em operações como a presente, em que há relevante insegurança jurídica no que cabe às transferências de controle minoritário ou de fato:

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?

(...)

Entendo, por isso, que é fundamental o esforço de construção de critérios que permitam tornar mais previsível e segura a avaliação a ser feita nos casos concretos. E para que se possa evitar a excessiva subjetividade de análises puramente casuísticas, sou de opinião que o mais conveniente seria a adoção do percentual de 30% do capital votante, presumindo-o como representativo do controle minoritário de sociedades em que não haja outro acionista detentor de um bloco de ações maior que esse. Mas a discussão sobre qual seria a melhor baliza ainda deve ser muito aprofundada, bem como a avaliação sobre que mecanismos haveria, à disposição da CVM, para adotar essas definições.

As considerações finais lançadas pela Diretora Presidente, como já apresentado no Capítulo III acima, estão em linha com corrente doutrinária atualmente existente no país que,

desde o Caso TIM, vem empreendendo esforços para aprimorar a disciplina em tela e conferir maior confiabilidade e previsibilidade ao mercado de controle acionário.

### 6.2.6 Resultado do Julgamento do Caso TIM

Diante do exposto, vencido o Diretor Relator, a CVM entendeu, por maioria, pela inexigibilidade de realização de OPA no Caso TIM, dando assim provimento ao recurso interposto pela Telco contra a decisão proferida pela SRE. Chega-se, ao final, a partir dos votos proferidos pelo Colegiado da CVM, no seguinte cenário:

Tabela 4 - Votos proferidos pelos Diretores da CVM

DIRETOR	LEI APLICÁVEL AO CASO TIM	OBRIGAÇÃO DE REALIZAÇÃO DE OPA PELA TELCO
Eliseu Martins	Lei Brasileira	Sim
Marcos Barbosa Pinto <sup>154</sup>	Lei Brasileira	Sim
Eli Loria	Lei Brasileira	Não
Otávio Yazbek	Lei Brasileira	Não
Maria Helena Santana	Lei Italiana	Não

Fonte: Elaboração própria

## 6.3 Considerações sobre o posicionamento exarado pela CVM no Caso TIM

### 6.3.1 Ineditismo do caso e sinalização pela aplicação do art. 254-A

De início, destaca-se que a OPA prevista no art. 254-A já havia sido objeto de análise pelo Colegiado, todavia sob enfoques distintos. Discussões acerca da alteração de posição

<sup>154</sup> Apenas acompanhou o Diretor Relator Eliseu Martins, sem apresentar voto apartado.

dentro do bloco de controle<sup>155</sup>, aquisições originárias de controle<sup>156</sup>, transferência de controle indireto<sup>157</sup>, dentre outras, já foram objeto de apreciação pelo Colegiado da autarquia federal. A própria questão acerca da lei aplicável, mesmo em hipótese de OPA estatutária, foi objeto de discussão no Caso Arcelor-Mittal.

Tem-se, dessa maneira, que o Caso TIM é diverso dos demais por, além de englobar mais de um tema, versar sobre a transferência de controle minoritário e em país estrangeiro, que acabou por gerar votos tão discrepantes em si. Embora não possa ser almejado que os Diretores assumam posicionamento unânime em torno das discussões alçadas ao Colegiado, tem-se, por oportuno, expectativa de que haja, ao menos, sinalização ainda mais firme acerca do entendimento da autarquia. Objetivamente, embora a OPA tenha sido afastada no caso concreto, a não incidência da norma decorreu de características específicas do Caso TIM, as quais, por conseguinte, não poderiam ser aproveitadas em hipótese diversa.

Todavia, ainda que a CVM não tenha alcançado posicionamento firme, destacou-se, majoritariamente, o entendimento de que o controle minoritário, se observado na casuística, sua transferência deverá impor ao adquirente a necessidade de realização de OPA. Como bem anotado pelo Diretor Relator Eliseu Martins em voto proferido no Caso TIM:

A lei, se quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente ou mesmo se referindo à “maioria absoluta” do capital votante da companhia, e não à “maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral”.

Ou seja, ainda que diante de hipótese complexa e conflituosa, o Colegiado foi capaz de, ao menos, sinalizar pela aplicação da regra contida no art. 254-A da Lei das S.A. às operações de transferência de controle minoritário, o que deve ser apreciado caso a caso segundo o Diretor Otávio Yazbek.

### **6.3.2 Nacionalidade das partes e a qualificação da legislação aplicável**

Como brevemente adiantado, a questão acerca da lei aplicável ao Caso TIM foi tratada de maneira não sistematizada pelo colegiado julgador. A matéria, levando-se em

---

<sup>155</sup> Por exemplo, Caso Votorantim (Processo CVM RJ 2001/10329) e Caso Copesul (Processo CVM RJ nº 2007/7230).

<sup>156</sup> Por exemplo, Caso Royal Bank of Scotland (Processo CVM RJ nº 2007/14099) e Caso Suzano (Processo CVM RJ nº 2008/4156).

<sup>157</sup> Por exemplo o próprio Caso Arcelor-Mittal (Processo CVM RJ nº 2006/6209).



consideração os reflexos inerentes à condução do caso, deveria ter sido analisada em sede de preliminar pelos diretores da autarquia federal, tratando-se sobre o tema em discussão apartada, anteriormente às demais matérias cuja análise foi colocada à Diretoria da CVM.

A complexidade e o ineditismo do caso, decorrente não só da discussão em torno da existência de controle propriamente dita, como também da dificuldade em ser definida a legislação cabível, acabou por não ser adequadamente explorada pela CVM para delimitar ambas as discussões.

No que cabe à lei a ser aplicada ao caso, Parente (2016, p. 456) acredita que:

O maior equívoco cometido nesse caso talvez tenha sido o não seccionamento do julgamento. Considerando que a determinação da lei aplicável constituía matéria prejudicial ao mérito, dever-se-ia ter decidido, primeiramente, sobre a legislação aplicável para, então, julgar se deveria ou não haver OPA por alienação de controle. Essa constatação, foi, inclusive, objeto de pedido de reconsideração apresentado contra a decisão do Colegiado, mais especificamente contra o voto da Presidente Maria Helena. No recurso, os minoritários da TIM alegavam que, tendo o Colegiado decidido por maioria pela aplicação da lei brasileira, deveria a Presidente reconsiderar o seu voto, proferindo-o de acordo com a lei pátria. Contudo, ao apreciar o pedido, a Presidente entendeu por reafirmar o voto proferido.

O colegiado da CVM poderia, no Caso TIM, ter aproveitado a oportunidade para explorar o tema de maneira mais bem ordenada e, assim, alcançar entendimento firme sobre o impacto de operações realizadas em outros países nas companhias brasileiras.

Tanto não o fez que foi apresentado pedido de reconsideração pelos Fundos de Investimento em face do voto proferido pela Diretora Presidente, o qual explora essa questão. Segundo os acionistas minoritários requerentes, “a decisão careceu (...) de um seguimento lógico (...) entre a definição da legislação aplicável e o mérito da decisão”.

No entender dos Fundos de Investimento, o colegiado da CVM deveria, preliminarmente, decidir qual a lei seria aplicável ao caso e, ato contínuo, passar ao julgamento de mérito com fundamento exclusivo no ordenamento eleito pelos diretores. O voto proferido pela Diretora Maria Helena, nesta hipótese, restara prejudicado, já que deveria ter sido proferido sob a lei brasileira. Os Fundos de Investimento pugnaram por nova manifestação de mérito da Diretora Presidente, aplicando-se exclusivamente o ordenamento pátrio.

Em resposta, a Diretora Presidente defendeu que a análise de legislação aplicável, no presente caso, compôs a “motivação julgada necessária por cada um dos julgadores para respaldar as conclusões por eles alcançadas”. Ainda, segundo a Diretora Maria Helena,

a escolha da legislação aplicável no presente caso é o ponto de partida para o desenvolvimento e a posterior conclusão do ato. Apesar de sua importância e de ser o primeiro fundamento, é um entre vários outros fundamentos da motivação que ao final determinam a conclusão da autoridade administrativa, estando inserida dentro da linha de raciocínio desenvolvida já no mérito do voto.

Afastou-se, assim, o pedido de reconsideração formulado pelos Fundos de Investimento, mantendo-se inalterado o voto anteriormente proferido pela Diretora Maria Helena. Apresentada a discussão havida no âmbito do Caso TIM da nacionalidade das partes, algumas considerações merecem ser tecidas.

Tecidas as considerações preliminares acima, importante destacar que o art. 254-A da Lei das S.A. não traz consigo ferramentas suficientes para solucionar a controvérsia acerca da lei aplicável em tais hipóteses (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, p. 1470). Ao seu turno, as regras tradicionais de Direito Internacional Privado também não se adequam perfeitamente ao tema, uma vez que “inúmeros são os elementos de estraneidade suscetíveis de elevação a elemento de conexão, havendo, portanto, perplexidade sobre o direito aplicável e grande insegurança jurídica” (CAMILO JUNIOR, 2015, p. 71). Soma-se ainda que os mercados de capitais funcionam sob a égide de normas cogentes, cuja aplicação territorial é absoluta, o que contribui para a dificuldade encontrada em operações transnacionais. Há, portanto, relevante insegurança jurídica em torno da questão, o que se revela ainda mais preocupante quando é analisado o posicionamento da CVM nos casos que envolveram a matéria.

Pode-se, para tanto, buscar amparo nas regras gerais de direito internacional privado trazidas pela Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro – LINDB, o que, aliás, foi proposto pelos Diretores da CVM no Caso TIM.

De um lado, invocando o art. 11 da LINDB, o Diretor Relator Eliseu Martins defendeu que deveria ser aplicada a lei brasileira ao caso, já que versava sobre companhia aqui constituída (TIM Participações). Adicionalmente, sustentou que “se entendermos que a legislação do país da sede da sociedade onde ocorreu a operação de alienação deve ser aplicável, forçoso seria reconhecer soluções distintas para casos em essência semelhantes, dependendo do conceito de controle adotado pelos respectivos países”. Deste modo, entendeu que seria ônus “injustificável” impor aos minoritários a análise de ordenamentos estrangeiros para, ao fim, compreender se houve ou não alienação de controle acionário da companhia brasileira controlada por companhia estrangeira. Defende, em suma, que sendo

o papel da CVM a proteção dos acionistas minoritários, cabe à autarquia verificar “a existência ou não do controle nas mãos do vendedor, esteja ele onde estiver”, aplicando-se a lei brasileira para tanto.

Em sentido oposto, mas também amparada pelo art. 11 da LICC, a Diretora Presidente Maria Helena Santana defendeu que “sempre que houver conflito de normas no espaço como o que se coloca neste processo, teremos de respeitar o art. 11 da LICC, aplicando a lei do país onde se localiza a sede da companhia que for acionista da companhia brasileira para confirmar se de fato podemos tratá-la como controladora, para fins do art. 254-A”. Ou seja, há dois entendimentos nitidamente distintos, porém, amparados pelo mesmo dispositivo legal, o que apenas demonstra a complexidade em torno da matéria.

Vale aqui fazer breve parêntesis sobre o Caso Arcelor-Mittal<sup>158</sup>, referido pelos Diretores no deslinde do Caso TIM. Em que pese referido precedente tenha sido afastado pelo Diretor Relator Eliseu Martins por versar sobre OPA estatutária, houve, de todo modo, valiosa discussão sobre a aplicação da lei no espaço, como bem invocado pela Diretora Presidente Maria Helena Santana. Em referido caso, discutiu-se sobre a aquisição de controle da Arcelor S.A., sediada em Luxemburgo e controladora da Arcelor Brasil e da Acesita S.A., ambas companhias abertas, pela Mittal Steel, sediada na Holanda.

Naquela ocasião, a CVM, sob a relatoria do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, exarou entendimento unânime de que, sendo a Arcelor Brasil sociedade brasileira, a definição de poder de controle desta deve ser buscada na lei brasileira, ao passo que a definição de aquisição de controle da Arcelor S.A., constituída em Luxemburgo, deverá ser a da lei daquele país<sup>159</sup>. Mantido esse raciocínio, caso adquirido o controle da Arcelor – cuja caracterização deverá ocorrer nos termos da lei de Luxemburgo - será adquirido, ato contínuo, o controle da Arcelor Brasil, já que 66% de suas ações são detidas pela Arcelor.

No caso concreto – apenas a título ilustrativo – foi compreendido que a OPA contida no Estatuto Social da Arcelor Brasil disciplina hipótese nova, sem que sejam aplicáveis os

---

<sup>158</sup> Processo Administrativo CVM RJ nº 2006/6209

<sup>159</sup> “No caso dos autos, dois níveis de controle devem ser distinguidos. O primeiro, é o da Arcelor Brasil, definido de acordo com a legislação brasileira e pertencente à Arcelor que detém 66% de participação. O Segundo, é o controle da própria Arcelor, definido de acordo com a Lei de OPA, onde também está a sede da sociedade, e determinado de acordo com a legislação ali vigente. Sendo a Arcelor Brasil diretamente controlada pela Arcelor, sociedade Luxemburguesa, a única forma, pela lei brasileira, de adquirir o controle da Arcelor Brasil é adquirindo controle dessa sociedade Luxemburguesa. Naturalmente, a definição de poder de controle da Arcelor Brasil cabe à lei brasileira; mas a definição de poder de controle da Arcelor – que é pessoa jurídica que domina a Arcelor Brasil – deve ser a da Lei de OPA”.

arts. 116 e 254-A da Lei das S.A.. Todavia, sedimentou entendimento de que, nos termos do voto do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro:

o poder de controle da Arcelor Brasil deve ser definido de acordo com a lei brasileira e o poder de controle da Arcelor, de acordo com a Lei de OPA [Lei de Luxemburgo], sendo que a aquisição de controle da Arcelor (de acordo com a Lei de OPA) transfere também o controle da Arcelor Brasil (pela Lei 6.404/76), por força da relação de dominação existente entre elas.

Houve, no Caso Arcelor-Mittal, análise sistemática dos ordenamentos aplicáveis ao caso, o que poderia ter sido mais bem aproveitado pelo Colegiado no Caso TIM. Em adição, é curioso notar que o art. 11 da LINDB é invocado por ambos os lados para justificar tanto a aplicação da lei brasileira quanto da lei estrangeira. Tal fato demonstra a insuficiência e a inadequação da norma em cotejo para nortear “as grandes questões regulatórias no mercado de capitais brasileiro” (CAMILO JUNIOR, 2015, p. 77).

Verifica-se, por parte da doutrina, esforço em afastar as regras de Direito Internacional Privado, propondo-se a criação de regramento próprio para o tema. Camilo Junior (2015, p. 79) defende que deveria ser adotado pelo Brasil o critério de aplicação da lei mais favorável aos acionistas minoritários, aproveitando-se, conforme o caso, de ordenamentos estrangeiros que possam conferir a tais acionistas proteção mais robusta. Nas palavras do mesmo autor:

(...) parece-nos que deve ser afastada a aplicação de regras de DIP pela CVM, por ambíguas, insuficientes e inadequadas. As questões são supraindividuais. Caso se pretenda prosseguir no uso dessa semântica, para fins regulatórios, deveria ser reformada a lei, para se fixar o mercado como elemento de conexão nas operações com efeitos no Brasil. (...) Deveria igualmente ser estabelecida a regra de se aplicar a norma mais favorável ao investidor minoritário nacional, nesses casos. Assim, por exemplo, no caso de uma OPA disparada no exterior pela mera compra de participação de 30%, em caso em que não haveria estabilidade para se afirmar a cessão de controle minoritário à luz do direito brasileiro, deveria o investidor nacional também ser beneficiado pois, do contrário, o mercado estrangeiro é que ratearia a parcela daquele ágio que corresponde ao potencial de arrecadação de benefícios privados de controle no país.

Filia-se, nesses termos e enquanto não houver reformas legislativas aplicáveis à matéria, a corrente que entende ser aplicável a lei estrangeira ao caso e, não restando caracterizada a alienação de controle naquele país, para o caso concreto analisado, deixa-se de aplicar a OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A. no Brasil. Parece que não é possível assumir posição intermediária como, em alguns momentos, foi proposta no Caso TIM, em

que se buscou, por um lado, apenas a caracterização de existência de controle de fato no ordenamento italiano, ignorando-se, por outro lado, o próprio tratamento dado à operação pelo país europeu (de desnecessidade de realização de OPA por compreender que não houve alienação de controle).

Ainda, parece que não há meios para que determinada operação, ocorrida no exterior, seja interpretada exclusivamente sob o prisma da lei brasileira, ignorando-se por completo o regramento dado à situação pela legislação do local. Como bem colocado pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro no Caso Arcelor-Mittal, há dois níveis distintos que devem ser adequadamente identificados: o da companhia brasileira, cuja definição de poder de controle desta deve ser buscada na lei brasileira, ao passo que a definição de aquisição de controle da companhia estrangeira deverá ser a da lei do país em que seja sediada.

O argumento utilizado pelo Diretor Eliseu Martins de que seria ônus demasiadamente excessivo aos acionistas minoritários ter que compreender da legislação de outros países para, ao fim, compreender se houve ou não alienação de controle não possui, ao nosso ver, fundamento para tanto. Embora possamos concordar que, de fato, seria de mais fácil compreensão, aos acionistas locais, a aplicação da legislação nacional, tal fato não poderia, por si, afastar a aplicação do ordenamento em que a operação tenha se realizado.

Comprendemos que o Brasil, por opção legislativa, editou norma em que é determinada a aplicação do direito vigente no local de constituição da sociedade, não importando a legislação do local em que desempenhe suas atividades<sup>160</sup>. Dito isso, a solução dada pela Diretora Maria Helena Santana, ao nosso entender, coaduna-se mais harmoniosamente com o ordenamento pátrio aplicável ao tema, em respeito à opção legislativa adotada pelo Brasil para hipóteses como a tratada pela CVM no Caso TIM. Tal fato, contudo, não afasta a pertinência da reflexão proposta pelos Diretores, que se deu com

---

<sup>160</sup> Maria Helena Diniz, ao versar sobre art. 11 da LINDB, posiciona-se da seguinte maneira: “Na seara do direito internacional privado surge a questão de se saber qual o direito que se deve seguir ao se apreciar a constituição, o funcionamento e a dissolução de sociedade e fundação, tendo-se em vista que a pessoa jurídica poderá ter sido constituída em um determinado país para exercer suas atividades em outro Estado; os sócios poderão ter várias nacionalidades ou até mesmo domicílios em outros países; o capital social poderá estar subscrito em vários Estados; a sede da pessoa jurídica poderá estar em dado país, e o exercício da atividade em outro. Dever-se-á, então, aplicar o direito da nacionalidade; do domicílio dos sócios; do país da subscrição do capital; do local da exploração da atividade empresarial; da sede da administração; da constituição da pessoa jurídica? Cada Estado será soberano para optar por um desses critérios. O Brasil, para solucionar tal problemática, contém, na Lei de Introdução (art. 11), norma ordenando que se aplique o direito vigente no local da constituição da sociedade ou da fundação, pouco importando a lei do lugar onde se dá o exercício de sua atividade” (DINIZ, 2011, pp. 362-363).

o fito de atribuir proteção aos acionistas minoritários de companhia brasileira, que representa o princípio basilar do tratamento igualitário conferido pela Lei das S.A..

## **SÍNTESE CONCLUSIVA E CONSIDERAÇÕES SOBRE AS PROPOSTAS DOUTRINÁRIAS PARA ENCAMINHAMENTO DO TEMA**

Observa-se, a partir do todo exposto, que a questão acerca da alienação do controle minoritário, de fato, e a consequente aplicação do art. 254-A da Lei das S.A. a tais casos, não está pacificada no Brasil. O Caso TIM demonstrou, a partir dos votos proferidos pelo Colegiado, que a questão é controversa, não havendo consenso em relação à alienação de controle minoritário nas companhias abertas brasileiras.

No que tange à aplicação da regra às operações de transferência de controle minoritário - concordamos, tecnicamente, com o quanto disposto por Otávio Yazbek no Caso TIM, ao defender que a OPA, nas operações de transferência de participação que não atinjam a maioria absoluta, deva ser analisada caso a caso. O raciocínio parece correto e em linha com o ordenamento pátrio atualmente vigente, afinal, o controle é fato, o qual dependerá de apreciação do caso concreto. Guerreiro (2009, p. 217) também caminha nesse sentido.

Todavia, entendemos que a solução em tela traz ao mercado demasiada imprevisibilidade, o que resta por colaborar com a manutenção de estruturas ineficientes de controle, as quais, em ambiente de maior segurança jurídica, poderiam ser mais facilmente substituídas por estruturas mais eficientes, o que poderá gerar ganhos para o mercado de maneira geral. Parece-nos que o investidor, diante do cenário atualmente observado, assumirá postura mais conservadora, tendo em vista que poderá, em momento futuro, ser compelido a realizar OPA que, inicialmente, não estava programada na operação realizada.

De outra ponta, soa extremada a solução atribuída pela corrente que defende a não aplicação do art. 254-A às operações de alienação de controle minoritário, uma vez que, além de representar interpretação que não apreende, ao nosso ver, o espírito da norma, causaria severo descompasso em relação às companhias cujo controle é majoritário, dando-lhes tratamento legal diverso para a mesma situação. E mais, a bifurcação proposta traria consequências econômicas de grande monta, e em prejuízo aos acionistas minoritários, o que não justificaria a adoção de tal entendimento pela CVM.

O ordenamento pátrio, como apresentado ao longo deste trabalho, contempla o controle minoritário e, de acordo com a lição de Oioli (2011, p. 323), a dificuldade

encontrada em alguns casos para a sua perfeita caracterização não poderia, em nenhuma hipótese, resultar em não aplicação da OPA por alienação de controle a tais hipóteses. Em outros termos, na lição de Azevedo (2010, p. 233), os conceitos de estabilidade e permanência podem ser encontrados em diferentes graus, sem que, contudo, deixem de restar caracterizados.

Diante disso, entendemos pertinente e adequada a propositura de nova visão acerca do tema, liderada pela terceira corrente aqui apresentada, assim como pelas medidas autorregulatórias recentemente tomadas pelo mercado para trazer ao tema maior confiabilidade e previsibilidade.

No que compete à terceira corrente, compreendemos que, de um lado, o foco no efeito *ex post*, ou seja, no resultado da operação em que há o surgimento de um novo controlador, contorna toda a problemática encontrada, por exemplo, no Caso TIM, em que houve ampla discussão acerca da existência, ou não, de controlador preexistente. Tem-se, a partir da solução proposta, viés muito mais objetivo à caracterização da operação cuja regulação é desejada para a proteção dos acionistas minoritários.

Por outro lado, o enfoque puro e simples no resultado da operação ainda não extirparia, em nosso entender, as discussões decorrentes do efetivo surgimento de novo controlador nas hipóteses em seja objeto da operação participação relevante, mas não majoritário. Ou seja, ainda que possa ser afastada a necessidade de buscar, no caso concreto, a identificação do controlador já constituído, remanesceria acirrada discussão acerca do resultado da operação, se o acionista adquirente da participação acionária (minoritária) passou a ser o efetivo acionista controlador.

A solução poderia ser, pautando-se no modelo atualmente vigente, aguardar os resultados das assembleias gerais subsequentes, bem como o resultado da nomeação dos administradores da companhia por dito acionista. Todavia, tal solução não nos parece, a princípio, ser adequada para o escopo de minimizar os embates tidos em torno da matéria. Isso porque a celeuma em torno do surgimento de novo controlador seria estendida nesse ínterim, o que poderia culminar em instabilidade social e insegurança na condução dos negócios da companhia.

Assim, voltar os holofotes para a situação *ex post* necessitaria de complemento. Munhoz (2013, p. 353), atento para tal fragilidade, aponta que a solução deveria englobar a presunção relativa de controle mediante o atingimento de determinada participação acionária. Tal critério, bastante objetivo, e em conjunto com a não dedicação de análise ao



cenário acionário preexistente à operação, elevaria o patamar de segurança jurídica na aplicação da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A.. Ou seja, a substituição da “alienação” pela “aquisição” de controle, em conjunto com percentual presuntivo de controle, conduziria, ao nosso entender, o mercado de controle acionário para novo patamar de segurança e confiabilidade.

Creemos que a adoção de tal modelo poderá trazer ao mercado de capitais nacional ferramenta mais condizente com o cenário de relativa dispersão acionária que se observa, especialmente no bojo do Novo Mercado da B3. Além disso, a solução em tela restaria alinhada com as regras estabelecidas pela Diretiva Europeia, tal como observado ao longo deste trabalho. Caberia ao legislador brasileiro encontrar percentual presuntivo de controle que seja mais adequado à realidade brasileira, já que percentuais em torno de 30% seriam demasiadamente baixos para o mercado de capitais nacional, como apontado por Munhoz (2013).

Em paralelo, eventual predomínio nas últimas assembleias gerais de acionistas – em número objetivamente definido – também representaria baliza interessante a ser adotada para fins de caracterização de controle. A predominância, por exemplo, nas três últimas assembleias gerais ordinárias da companhia por determinado acionista poderia, também, induzir automaticamente ao reconhecimento de acionista controlador cuja participação, se alienada, daria ensejo à obrigação de lançar OPA para os demais acionistas<sup>161</sup>. Tais medidas, ao que nos parece, seriam benéficas ao mercado de controle acionário, de modo que poderiam servir como meios de incentivo para o incremento de operações de transferência de controle.

Por fim, no que concerne às iniciativas autorregulatórias endereçadas pelo mercado, mesmo que ainda não tenham alcançado relevante adesão, merecem atenção e representam alternativas robustas para o encaminhamento do tema. Além do já exposto, destacamos a

---

<sup>161</sup> Carvalhosa, poucos anos após a edição da Lei das S.A., já apontava para a insuficiência da definição então trazida pela Resolução nº 401, de 1976, do Banco Central do Brasil: “Desse conceito regulamentar deduz-se que será considerado controlador aquele acionista ou grupo minoritário que consiga aglutinar, nas Assembleias Gerais, a maioria absoluta. O requisito de permanência, neste caso de controle minoritário, conta-se pela reiteração do fenômeno nas três últimas Assembleias Gerais da companhia. Portanto, não há um critério temporal absoluto, na medida em que o Regulamento não fala, v.g., em três exercícios sociais. Assim, numa companhia conturbada, inclusive por tentativas de assunção de controle, podem ocorrer, num mesmo exercício social e até num curto espaço de tempo, diversas Assembleias Gerais. Neste caso, o grupo que obtiver a aglutinação dos votos para o efeito de decidir as matérias da pauta será considerado controlador. Por outro lado, esse grupo controlador poderá manter-se como tal por um curto período de tempo, na medida em que outro grupo concorrente ou novas composições no colégio acionário ou, ainda, dissidências no próprio grupo controlador venham, em seguida, a preencher o requisito regulamentar. Daí a constatação da precariedade do requisito de permanência que decorre do controle minoritário” (CARVALHOSA, 1979, pp. 143-144).

Circular nº 2014/001 editada pelo CAF, por meio da qual são regulados os procedimentos de Adesão, Consulta Prévia, Consulta, Reclamação e Procedimento Administrativo<sup>162</sup>. A Circular prevê a possibilidade de que o CAF seja consultado sobre determinada operação e manifeste entendimento sobre a operação que se intenta realizar. Trata-se de ferramenta valiosa, uma vez que poderia afastar futuros questionamentos à transferência de determinada posição acionária. A consulta poderia versar, por exemplo, sobre a necessidade ou não de realização de OPA em decorrência de aquisição de certo bloco de ações, vinculando-se as partes ao parecer a ser exarado pelo CAF.

É justamente o que ocorreu na consulta realizada por JBS S.A., cuja resposta, pelo CAF, foi divulgada em 11.05.2016<sup>163</sup>. Naquela ocasião, a JSB submeteu ao CAF reorganização societária com a transferência nominal direta de controle, mantendo-se os controladores indiretos. Mais precisamente, após a operação narrada, os controladores finais permaneceriam inalterados. O CAF, diante das informações prestadas pela companhia consulente, emitiu resposta aduzindo que não havia a necessidade de ser realizada OPA por alienação de controle<sup>164</sup>. É certo que pareceres como o acima referido são desejáveis, uma vez que colaboram para a construção de ambiente fértil no mercado de capitais brasileiro.

Assim, como invocado pela Diretora Maria Helena Santana em trecho reproduzido na epígrafe deste trabalho, “o esforço de construção de critérios que permitam tornar mais previsível e segura a avaliação a ser feita nos casos concretos” poderia, nos termos aqui apresentados, avançar por meio da nova regulação defendida pela corrente apresentada essencialmente por Munhoz (2013, p. 350), em aproximação ao modelo estabelecido pela Diretiva Europeia.

---

<sup>162</sup> Disponível em <<http://cafbrasil.org.br/site/wp-content/uploads/2015/05/Circular-CAF-2014-001.pdf>>. Acesso realizado em 17.08.2018.

<sup>163</sup> Trata-se da Resposta à Consulta Prévia CAF 01/2016, disponível em <<http://cafbrasil.org.br/site/wp-content/uploads/2016/05/17-Resposta-a-Consulta-Previa-CAF-01-2016-publicado-no-site.pdf>>. Acesso realizado em 17.08.2017.

<sup>164</sup> “A alteração nominal de controle descrita acima, no entender do Comitê ad Hoc, não implica alienação de controle e, por isso, não impõe a realização da respectiva OPA, uma vez que o bloco de controle continua o mesmo”.

## BIBLIOGRAFIA

AGUIAR, Danilo Augusto Barboza de. Proteção dos acionistas minoritários das sociedades anônimas abertas como forma de promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n. 22 v.6, p.88-127, 2003.

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*, São Paulo, v. 42, n. 130, p. 160-179, 2003.

ANDREWS, William D. The Stockholder's right to equal opportunity in the sales of shares. *Harvard Law Review*, Vol. 78, 1965.

ARMOUR, John e SKEEL JR, David A. Who writes the rules for hostile takeovers, and why? – The peculiar divergence of US and UK takeover regulation, *Faculty Scholarship. Paper 687*, 2007.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Bookseller, 2001.

AULETTA, Giuseppe; SALANITRO, Niccolo. *Diritto Commerciale*. 19ª Ed. Milão: Giuffré Editore, 2012.

AZEVEDO, Luis André N. de Moura. *Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luis André N. de Moura, *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010

BARBOSA, Marcelo S. *A proteção dos direitos dos acionistas minoritários e o mercado de capitais – Fusões e Aquisições: Aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB/IbmecLaw, 2002.

BARROSO, Heller R. A Alienação de Controle Acionário de Companhia Aberta e o Dever de Informação ao Mercado. *Revista de Direito Mercantil, Comercial, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 38, n 116, p. 157-161, 1999.

BAYNE, David C. The Sale-of-Control Premium: The Definition. *Minnesota Law Review*, n. 53, 1969.

\_\_\_\_\_. The Sale-of-Control Premium: The Disposition. *California Law Review*, vol. 57, Issue 3.

BEBCHUK, Lucian A. *Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers*. Harvard Law Scholl, v. 98, p. 1693-1808, 1985. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=432701](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=432701)>. Acesso em 23 de jul. 2017.

\_\_\_\_\_. *Efficient and inefficient sales of corporate control*. The Quaterly Journal of Economics, v. 109, p. 957-992, 1994. Disponível em: <<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/qje.94.pdf>>. Acesso em 23 jul. 2017.

\_\_\_\_\_. e ROE, Mark J. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*. Stanford Law Review 52, 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=202748>>. Acesso em 23 jul. 2017.

\_\_\_\_\_. *A rent-protection theory of corporate ownership and control*. Julho de 1999, NBER WorkingPaper No. W7203. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=203110>>. Acesso em 23 jul. 2017.

BERLE JR., Adolf A. *The Price of Power: Sale of Corporate Control*. Cornell Law Review, nº 50, 1965. Disponível em <<http://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2454&context=clr>>. Acesso em 23 jul. 2017.

\_\_\_\_\_; MEANS, Gardner C. *The Modern corporation and private property*. New Brunswick e London: Transaction Publishers. 10<sup>th</sup> Printing, 2010.

BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antônio Gledson de; GORGA, Érica. The corporate governance of privately controlled Brazilian firms. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, 2009. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1003059](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1003059)>. Acesso em 23 jul. 2017.

BM&F BOVESPA. *Segmentos de listagem*. [2016] Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em 23 jul. 2017.

BOECHEM, Felipe Tavares. (In)exigibilidade de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle - uma análise da jurisprudência da CVM. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. v.51. n.161/162. p.72-99. jan./ago. 2012.

BRADLEY, Michael. *Interfirm tender offers and the Market for corporate control*. The Journal of Business, v. 53, pg. 345-376, 1980.

BUDENOV, Yerkin, Protection of Minority Shareholders: Mandatory Bid or Partial Bid Rule. (Janeiro, 2016). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2869979> Acesso em: 17 jul. 2017.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. *A CVM e a lei aplicável para a qualificação das alienações indiretas de controle realizadas no exterior*. In PENTEDADO, Mauro (coord). *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Ano XXI, N. 59, Julho-Setembro, 1985.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

\_\_\_\_\_. *O desaparecimento do controlador nas companhias com ações dispersas*. In: ADAMEK, Marcelo von. *Termas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

\_\_\_\_\_; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Sociedades Anônimas*. In CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de direito empresarial*. v. III. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro (Org.). *Direito societário – desafios atuais*. São Paulo: QuartierLatin, 2009.

\_\_\_\_\_; AZEVEDO, Luís André N. de M. (Org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CEREZETTI, Sheila. C. N. *Aligning Corporate Governance Private Regulation with the Public Interest: A Look at the Pitfalls of the Brazilian Takeover Private Regulation*. The International Lawyer, V. 46, p. 959-985, 2013. Disponível em: <<http://www.producao.usp.br/bitstream/handle/BDPI/49040/sheila%20cerezetti.html?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em 23 jul. 2017.

\_\_\_\_\_. *Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. (Org.). *Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas de Direito*. São Paulo: Malheiros, 2012.

\_\_\_\_\_. *A Aquisição de Controle de Companhias Abertas no Brasil: Por uma Disciplina Atenta às Diferentes Estruturas Acionárias*. *Mitteilungen der Deutsch-Brasilianischen Juristenvereinigung*, v. 1, 2011.

COFFEE JUNIOR, John C. Do norms matter? A cross-country examination of the private benefits of control. *Columbia Law and Economics Working Paper n° 183*, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=257613>>. Acesso em 23 jul. 2017.

\_\_\_\_\_. The Rise of Disperses Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *Columbia Law and Economics Working Paper n° 182*, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=254097>>. Acesso em 23 jul. 2017.

COMPARATO, Fábio Konder. *A cessão de controle acionário é um negócio mercantil?* In: COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

\_\_\_\_\_. *Direito empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.

\_\_\_\_\_; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. *Control transactions*. In: KRAAKMAN, Reinier et al (Org.). *The anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*. 2ª Ed. New York: Oxford University Press, 2009.

DINIZ, Maria Helena. *Lei de Introdução ao Código Civil Brasileiro Interpretada*. 16ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2011.

DONAGGIO, Angela Rita F.; SERAFIM, Tatiana Flores G.; WELLISCH, Julya M. *Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o Novo Mercado*. In PENTEDADO, Mauro (coord). *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EASTERBROOK, F.H.; FISCHER, Daniel R. Corporate Control Transactions. *Yale Law Journal*, n° 91, 1982. Disponível em:

<[http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2164&context=journal\\_articles](http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2164&context=journal_articles)>. Acesso em 23 jul. 2017.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

\_\_\_\_\_. Oferta pública de aquisição: interpretação do art. 254-A da Lei das S.A. *Revista de Direito da Associação dos Procuradores do Novo Estado do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro. v.14. p.73-86. 2004.

\_\_\_\_\_. *Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luís André N. de Moura, *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

ENRIQUES, Luca. The mandatory bid rule in the Takeover Directive: harmonization without foundation? *European Company and Financial Law Review*, v.1, 2004. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=702461](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=702461)>. Acesso em 23 jul. 2017.

\_\_\_\_\_; MILLER, Geoffrey. A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe. *Cornell International Law Journal*, v. 42, 2009. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1497083](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1497083)>. Acesso em 23 jul. 2017.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, vol. 25, 1970, pp. 383-417.

FRANCO, Vera Helena de Mello. Considerações sobre a OPA. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 144, p. 16-40, 2008.

GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*, v. 119, 2005. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=784744](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=784744)>. Acesso em 23 jul. 2017.

\_\_\_\_\_; GORDON, Jeffrey. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, 2003. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=417181](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=417181)>. Acesso em 23 jul. 2017.

GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *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: incoerência. Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo, v. 12. n. 45, jul/set. 2009.

HANSEN, Jesper. *When less would be more: the EU Takeover Directive in its latest apparition*. *Columbia Law Journal of European Law*, v. 9, No. 2, 2003, p. 275-298.

HIRATA, Augusto Jorge. *A companhia aberta no Novo Mercado: Rumo à dispersão do capital?* In PENTEDADO, Mauro (coord). *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

KUMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais*. Do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. São Paulo: Renovar, 2007.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio e SHLEIFER, Andrei. *Corporate ownership around the world*. NBER Working Paper No. W6625, 1998. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=226343>>. Acesso em 23 jul. 2017.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A. – pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *Direito das Companhias*, São Paulo: Forense, 2017.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LEAL, Ricardo; CARVALHAL-DA-SILVA, André L. *Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile)*. In: LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; CHONG, Alberto. *Investor protection and corporate governance: firm level evidence across Latin America*. Stanford: Stanford University Press, 2007. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=726261](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=726261)>. Acesso em 23 jul. 2017.

LOBO, Jorge. Interpretação realista da alienação de controle de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 40, n 123, p. 7-22, 2001.



LUCCA, Newton de; NAJJARIAN; Ilene Patrícia de Noronha. *Comentários à disciplina normativa da oferta pública de aquisições de ações estabelecida pela Instrução CVM nº 361, alterada pela nº 487, de 25 de novembro de 2010*. In: VIANA, Bernardo; CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. (Org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais - Homenagem ao Professor Osmar Brina*. 1ª Ed. São Paulo: QuartierLatin, 2011.

MANNE, Henry G.. Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, Nº. 2. (Apr., 1965), pp. 110-120.

MARTES, Camilla Ribeiro. *Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no novo mercado*. Dissertação (Mestrado na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação da Professora Doutora Juliana Krueger Pela). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2014.

MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc. *A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand?* *Journal of Banking & Finance*, v. 32, 2008. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=820984](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=820984)>. Acesso em 23 jul. 2017.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de Controle Acionário: Alienação e Tomada*. 2011. Tese (Título de Livre-docente em Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2011a.

\_\_\_\_\_. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

\_\_\_\_\_. *Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro (Org.). *Direito Societário: desafios atuais*. São Paulo: QuartierLatin, 2009.

\_\_\_\_\_. *Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de M. (Org.). *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 capital disperso: eficiências e ineficiências*. In: ADAMEK, Marcelo von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos* (Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França). São Paulo: Malheiros, 2011b.

OIOLI, Erik Frederico. *Oferta pública de aquisição de controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

\_\_\_\_\_. *Obrigatoriedade do Tag Along na aquisição de controle diluído*. In ADAMEK, Marcelo von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos* (Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França). São Paulo: Malheiros, 2011.

\_\_\_\_\_. *Regime jurídico do capital disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014.

PARENTE, Norma Jonssen. *Tratado de Direito Empresarial - Volume IV – Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PAPAPOULOS, Thomas. The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/. *International and Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 6, No. 3, pp. 13-103, 2008. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1114649](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1114649)> Acesso em: 22 ago. 2018.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 76. São Paulo: Malheiros, 1989. p. 17 e ss.

PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. *Alienação do Poder de Controle Acionário*. São Paulo: Editora Saraiva. 1995.

PRADO, Roberta Nioac. *Análise Crítica do Instituto da Oferta Pública Obrigatória, em Decorrência da Alienação de Controle de Companhia Aberta, em Face da Realidade Brasileira (artigo 254-A da Lei n. 6404, de 1976)*. Tese (Doutorado na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Luiz Gastão Paes de Barros Leães). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2004.

\_\_\_\_\_. *Oferta pública de ações obrigatórias nas S.A.: tagalong*. São Paulo: QuartierLatin, 2005.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. Ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SANTANA, Maria Helena. *The Novo Mercado*. In: SANTANA, M.; ARARAT, M.; ALEXANDRU, P.; YURTOGLU, B.; CUNHA, M. *Novo Mercado and its followers: case studies in corporate governance reform*. Washington, DC: International Finance Corporation, 2008. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=927E3E80AF8A530E60EFF761599B75B8?doi=10.1.1.164.4197&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 23 jul. 2017.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário – Interpretação e Valor*. Rio de Janeiro: FMF Editora, 2004.

TAYLOR, Celia. *The European Takeover Directive: A US Comparison* (August 30, 2016); *University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2016-14*. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=2832090>> Acesso realizado em: 28.10.2018.

TESTA, Pedro. *The Mandatory Bid Rule in the European Community and in Brazil: A Critical View*. 2006. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=943089](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=943089)>. Acesso em 23 jul. 2017.

WALD, Arnold. O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 110, pp. 7-15, 1998.

WYMEERSCH, Eddy. *The mandatory bid rule: a critical view*. In: HOPT, K; WYMEERSCH, E. (Org.). *European takeovers – law and practice*. London: Butterworths, 1992.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.