

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 9

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da
Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
julho / dezembro de 2012

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski, Prof. Sérgio Murilo Santos Campinho e Prof. Valter Shuenquener de Araújo).

Coordenação: Sérgio Murilo Santos Campinho e Mauricio Moreira Mendonça de Menezes.

Conselho Editorial: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Arnoldo Wald (UERJ), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Leonardo Greco (UERJ), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse 1 e Centre de Droit des Affaires de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg), Sérgio Murilo Santos Campinho (UERJ), Théophile de Azeredo Santos (UNESA) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

Conselho Executivo: Carlos Martins Neto, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto, Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Rosany Fagundes, Valter Shuenquener de Araújo e Viviane Perez

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 9 (julho/dezembro 2012)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-
v.

UERJ
Campinho Advogados
Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados Associados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

**OFERTA PÚBLICA OBRIGATÓRIA POR OCASIÃO
DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE DE COMPANHIA
ABERTA (ARTIGO 254-A DA LEI DAS S.A.)**

**MANDATORY TENDER OFFER ON SALE OF CONTROL OF A
PUBLICLY-TRADED COMPANY (ARTICLE 254-A OF THE
BRAZILIAN CORPORATIONS LAW)**

Carla Wainer Chalréo Lgow

Sumário: 1. Breve introdução. 2. Histórico. 3. Definição de “alienação de controle”, para efeito da incidência do art. 254-A. 4. Destinatários da oferta pública. 5. Alternativa de oferta de prêmio. 6. Forma de pagamento aos destinatários da oferta. 7. Diluição do prêmio de controle. 8. Conclusão.

Resumo: Após traçar brevemente o histórico da oferta pública obrigatória por ocasião da alienação de controle de companhia aberta, o presente artigo trata, num primeiro momento e à luz de decisões da Comissão de Valores Mobiliários, da definição de “alienação de controle”, para efeito da incidência do artigo 254-A da Lei das S.A.. Em seguida, expõe algumas considerações atinentes aos destinatários da oferta pública, à alternativa de oferta de prêmio, à forma de pagamento aos destinatários da oferta e à diluição do prêmio de controle.

Palavras-chave: COMPANHIA ABERTA. PODER DE CONTROLE. OFERTA PÚBLICA OBRIGATÓRIA. ALTERAÇÃO DE CONTROLE. ALIENAÇÃO DE CONTROLE. AQUISIÇÃO DE CONTROLE.

Abstract: After outlining the history of the mandatory public tender offer on sale of control of a publicly-traded company, this article first addresses the definition of “sale of control” (alienação de controle) used in applying article 254-A of the Brazilian Corporations Law, in light of the decisions of the CVM (the Brazilian securities commission), before commenting on the recipients of the public tender offer, the possibility of offering a premium instead of making a public tender offer, the form of payment under public tender offers, and the dilution of the control premium.

Keywords: PUBLICLY-TRADED COMPANY. CORPORATE CONTROL. MANDATORY TENDER OFFER. CHANGE IN CONTROL. SALE OF CONTROL. ACQUISITION OF CONTROL.

1. Breve introdução

O artigo 254-A da Lei nº 6.404/1976 (“Lei das S.A.”), com redação dada pela Lei nº 10.303/2001, reintroduziu no direito societário brasileiro, em novas bases, a oferta pública obrigatória para a aquisição de ações dos acionistas minoritários, por ocasião da alienação do controle acionário de companhia aberta (“OPA”). Trata-se de instrumento de “proteção patrimonial dos acionistas minoritários, que não sejam parte do negócio translativo do controle”¹.

Segundo dispõe o referido artigo, a alienação do controle de companhia aberta acarreta, para o adquirente, a obrigação de realizar uma oferta pública para a aquisição das ações dos acionistas minori-

1 GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Alienação de controle de companhia aberta: o papel das instituições financeiras”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. V. 30. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, p. 116. No mesmo sentido: (i) WALD, Alexandre. “A proteção do acionista minoritário na alienação do controle de companhias abertas”. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. V. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, out./dez. 2006, p. 346; e (ii) CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. “Alienação de controle de companhia aberta sujeita a autorização para funcionar”. In: *Revista dos tribunais*. V. 645. São Paulo: Revista dos Tribunais, jul. 1989, p. 23.

tários, com direito de voto, pelo equivalente a oitenta por cento do preço pago por ação integrante do bloco de controle. Vale transcrever o *caput* do dispositivo:

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.

Trata-se de espécie de OPA *a posteriori*, isto é, exigível após a operação de cessão privada do controle, que por sua vez, (i) no caso de ter sido contratada sob condição suspensiva, permanece com sua eficácia suspensa até que a oferta pública se realize, ou, (ii) no caso de ter sido contratada sob condição resolutiva, deixa de ser eficaz caso a oferta não venha a se realizar².

Na visão de parte da doutrina, a reintrodução da oferta pública obrigatória no direito positivo brasileiro reforça a conclusão de que o bloco das ações representativas do controle possui valor econômico próprio, que não se confunde com o valor de cada uma das ações integrantes do bloco, individualmente considerada. É a chamada mais valia do bloco de controle. Nas palavras de Roberta Nioac Prado, “partindo da premissa de que o poder de controle possui valor econômico próprio distinto do valor individualmente considerado de cada ação que o integra, que o legislador de 1976 passou expressamente a obrigar a OPA *a posteriori* na alienação privada de controle”³.

2 PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*: “tag along”. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 43.

3 *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*, cit., p. 108. Também Fábio Konder Comparato reconhece esse sobrevalor das ações integrantes do bloco de controle (*O poder de controle na sociedade anônima*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 218). Ainda, para Mauro Rodrigues Pentead, “[o] poder de controle acionário (...) tem significativo valor econômico, que é me-

Além disso, a previsão legal da oferta pública obrigatória encontra fundamento na doutrina segundo a qual o prêmio de controle deve pertencer, ainda que não na mesma medida, não apenas ao acionista controlador, mas também aos acionistas minoritários⁴.

Ressalta Carlos Augusto da Silveira Lobo que, com a operação de cessão privada do controle, o que se aliena, na prática, é o bloco de ações que garante o controle, e não o poder de controle em si, inalienável de forma isolada⁵.

O percentual de oitenta por cento, previsto em lei, que equivale a parte substancial do prêmio de controle contratado no negócio jurídico de sua alienação, não corresponde a um critério objetivo, tendo sido simplesmente a solução encontrada para conciliar os divergentes interesses em jogo, manifestados ao longo das discussões do projeto da Lei nº 10.303/2001, “em que se 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”⁶.

lhormente verificado quando de sua alienação” (“Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. V. 76. São Paulo: Revista dos Tribunais, out./dez. 1989, p. 17).

4 Consistente retrospectiva acerca da discussão é trazida por Jorge Lobo (“Interpretação realista da alienação de controle de companhia aberta”. In: *Revista da associação dos advogados do Rio de Janeiro*. V. 1. Rio de Janeiro: Lumen Juris, jan. 2002, pp. 99-132). O autor faz a seguinte indagação: “o ágio é um bem intangível da companhia, que deve ser compartilhado entre controladores, minoritários e, até mesmo, preferencialistas, ou um valor econômico inerente às ações ordinárias nominativas com direito de voto que compõem o bloco de controle, a ele fazendo jus exclusivamente os controladores?” (*Ibid*, pp. 122-123).

5 “Alienação do controle de companhia aberta”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das companhias*. V. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.999. No mesmo sentido: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Alienação e aquisição de controle”. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. V. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, out./dez. 2006, p. 331.

6 LOBO, Carlos Augusto da Silveira. “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 2.002.

2. Histórico

O Decreto-Lei nº 2.627/1940, posteriormente revogado e sucedido pela atual Lei das S.A., não regulava as alienações de controle de companhias abertas. Aquele diploma legal, mais voltado a resguardar os direitos dos credores das sociedades anônimas, continha poucos mecanismos de proteção dos interesses dos acionistas minoritários.

A discussão acerca da matéria tomou maiores proporções a partir da década de 1950, diante do comportamento assumido pelo Governo Federal de dificultar a aquisição de novas licenças para abertura de agências bancárias – as chamadas “cartas patentes”⁷. Diante desta dificuldade, como a sucessão das licenças já existentes era permitida, passou-se a adotar a seguinte estratégia: a sociedade interessada em adquirir licenças bancárias realizava operação de aquisição de controle de instituição financeira que já titularizava cartas patentes, seguida de sua incorporação. “Como a aquisição do controle era meio de adquirir, pela via da incorporação, as agências do banco a ser incorporado, comprador e vendedor incluíam no valor do poder de controle o valor das cartas patentes das agências”⁸. À época, com a operação de incorporação, as ações dos acionistas minoritários da instituição financeira incorporada eram substituídas por ações da sociedade incorporadora segundo relação de troca estabelecida com base no valor de patrimônio líquido contábil, sem considerar os intangíveis. Por esta razão, a sociedade incorporadora aceitava pagar ao alienante do controle do banco a integralidade do valor representativo das cartas patentes.

Este tipo de operação, como apontado pela doutrina, revelava um desequilíbrio, na medida em que parte do valor recebido a título

7 JOSUÁ, Adriana. “Alienação do controle de S.A. por oferta pública (art. 254-A da Lei das S.A.)”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. V. 126. São Paulo: Malheiros, abr./jun. 2002, pp. 141-142.

8 LOBO, Carlos Augusto da Silveira. “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 2.005.

de pagamento pelo acionista controlador, alienante do controle da instituição financeira, equivalia, em verdade, a um ativo – as cartas patentes – que pertencia não a ele, controlador, mas sim à companhia e, portanto, indiretamente, a todos os seus acionistas. Significa dizer que era possível aos controladores obter vantagens patrimoniais imerecidas, recebendo ágios a título da alienação de ativos intangíveis destes bancos⁹. Nas palavras de Carlos Augusto da Silveira Lobo,

esse tipo de operação importava confundir valor do poder de controle (que pertence ao acionista controlador) e dos intangíveis (que pertence à sociedade e, portanto, a todos os seus acionistas) e conduzia ao resultado prático de o controlador do banco incorporado alienar as suas ações ao banco incorporador por preço muitas vezes superior ao atribuído aos acionistas minoritários no procedimento de incorporação¹⁰.

Diante desta situação, passou-se a cogitar a possibilidade de a legislação societária prever meios “de os minoritários receberem parte da diferença entre o preço por ação do bloco de controle e o valor de mercado das ações”¹¹.

Exemplo trazido por Roberta Nioac Prado retrata com clareza a situação de desequilíbrio envolvendo as alienações de controle de bancos comerciais. Trata-se de operação de incorporação de instituição financeira da qual a Santa Casa de Misericórdia de São Paulo era acionista minoritária. No caso concreto, ciente da operação, o grupo controlador da instituição financeira em vias de ser incorporada, da qual a Santa Casa era acionista, dirigiu-se a ela e adquiriu sua participação minoritária, via negociação direta e privada, por valor ligeiramente superior à cotação das ações no mercado de valores mobiliá-

9 PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*, cit., p. 85.

10 “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 2.006.

11 LOBO, Carlos Augusto da Silveira. “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 2.006.

rios. Dias depois, “alienou à instituição financeira incorporadora o bloco de controle juntamente às demais ações adquiridas, por preço 12 vezes superior ao pago, preço esse previamente contratado e não divulgado, nem ao mercado nem à Santa Casa”¹². Houve, assim, prejuízo à Santa Casa que, acreditando estar fazendo um bom negócio, alienara suas ações sem conhecer a real intenção do grupo controlador. Este caso, além de deflagrar discussões acerca da coibição ao “insider trading”, disparou também discussões em torno da necessidade de regulação da alienação do controle de companhias abertas.

Como explica Roberta Nioac Prado, tais discussões culminaram com a inclusão, na Lei das S.A., (i) do artigo 255, que em sua redação original garantia aos acionistas minoritários de companhias abertas sujeitas à autorização para funcionar (dentre elas as instituições financeiras), por ocasião de operação de alienação de controle, “tratamento equitativo (...), mediante simultânea oferta pública para a aquisição das suas ações, ou o rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar”, e (ii) do artigo 254, que em sua redação original condicionava a eficácia dos negócios jurídicos de alienação de controle de companhias abertas à realização de OPA a *posteriori*, garantindo-se, assim, “tratamento igualitário aos acionistas minoritários”. Nas palavras da autora, “a inclusão na LSA desses dois dispositivos – arts. 255 e 254 – visava superar as distorções como as acima expostas, quais sejam, respectivamente, a apropriação pelo controlador do valor dos intangíveis da companhia e do prêmio integral pago pelo controle”¹³.

Segundo previa o artigo 254, posteriormente revogado pela Lei nº 9.457/1997, o adquirente do controle acionário de companhia aberta deveria realizar oferta pública para aquisição das ações dos acionistas minoritários pelo mesmo preço pago por ação integrante do bloco de controle. Estabeleceu-se, ainda, no parágrafo primeiro,

12 *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*, cit., p. 86.

13 *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*, cit., pp. 88-89.

que, por ocasião da alienação do controle, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) deveria zelar para que fosse assegurado referido tratamento igualitário.

A Lei nº 10.303/2001, ao restabelecer a oferta pública obrigatória, não restaurou o tratamento igualitário contido na versão original do artigo 254. Como referido, preceitua o hoje vigente artigo 254-A que a oferta pública obrigatória deve ser realizada pelo adquirente do controle acionário por valor equivalente a, no mínimo, oitenta por cento do preço pago por ação integrante do bloco de controle.

No período compreendido entre 1997 e 2001, com a revogação do artigo 254 e antes da entrada em vigor do artigo 254-A, a alienação do controle de companhias abertas não sujeitava o adquirente à obrigatoriedade legal de realização de oferta pública.

A extinção do tratamento igualitário, conforme a justificação do Projeto Kandir – que resultou na Lei nº 9.457/1997 –, teve como fundamento a “necessidade de reduzir, para o adquirente do controle acionário, os custos da operação”¹⁴. Tais recursos, conforme a referida justificação, em vez de serem utilizados na capitalização da companhia aberta, estariam sendo despendidos na aquisição das ações dos minoritários. Neste ponto, diversos autores explicam que, em realidade, o grande objetivo da Lei nº 9.457/1997, ao extinguir a oferta pública obrigatória, foi permitir que a União, à época controladora de várias companhias abertas – sociedades de economia mista – em vias de serem privatizadas, “se apropriasse, integralmente, do sobrepreço das ações alienadas no curso de processos de privatização, sem ter que compartilhá-lo com os acionistas minoritários”¹⁵. Nas palavras de Roberta Nioac Prado:

14 EIZIRIK, Nelson. “Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta”. In: *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 231.

15 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. V. 4. T. II. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 141 e p. 147.

Foi o Governo Federal quem mais se beneficiou da revogação deste dispositivo 254 da LSA, de 1976, uma vez que as privatizações das companhias estatais geraram significativos prêmios de controle que legalmente puderam ser completamente apropriados pelo Governo Federal¹⁶.

De fato, a implementação do “Programa de Privatização das Companhias Estatais e Sociedades de Economia Mista”, como referem estes autores, foi um dos pilares do primeiro mandato do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso.

3. Definição de “alienação de controle”, para efeito da incidência do artigo 254-A

Para definir o que seja alienação de controle, para efeito da incidência do artigo 254-A da Lei das S.A., o primeiro passo é averiguar o conceito de controle. A definição pode ser extraída do artigo 116, *caput*, da Lei das S.A. – e, a bem da verdade, também do § 2º do artigo 243 do mesmo diploma legal¹⁷ –, pelo qual “[e]ntende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pes-

16 *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*, cit., pp. 92-93. No mesmo sentido: (i) EIZIRIK, Nelson. “Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 231; e (ii) LOBO, Carlos Augusto da Silveira. “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 2.008.

17 “Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”. O controle indireto, como conceitua José Luiz Bulhões Pedreira, “é modalidade de poder própria de um grupo ou estrutura de sociedades. A relação de poder não é parte da organização interna de uma das sociedades, mas do grupo, pois vincula o papel de acionista controlador de uma sociedade aos órgãos sociais de outra. A fonte do poder são as relações societárias entre as sociedades, e o poder é exercido indiretamente – através dos órgãos de outra sociedade” (“Cessão de quotas de ‘holding’ de companhia aberta”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. V. 2. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 625). Vê-se, assim, que a Lei das S.A. reconhece o chamado “controle indireto” das sociedades anônimas.

soas 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”.

No âmbito regulamentar, a referência ao conceito de controle trazido pelo artigo 116 consta tanto na hoje revogada Resolução nº 401 do Conselho Monetário Nacional, de 1976¹⁸, eficaz durante a vigência do artigo 254, em sua redação original, quanto na Instrução nº 361 da Comissão de Valores Mobiliários, de 2002¹⁹, atualmente em vigor, e que dispõe justamente sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas para aquisição de ações de companhia aberta.

O poder de controle, na definição do artigo 116 da Lei das S.A., é poder de fato, e não jurídico. Significa dizer que, para ser controlador, não há percentual mínimo de ações que devem ser titularizadas pelo acionista. Nas palavras de Nelson Eizirik, “[a] Lei das S.A. reconhece a existência do poder de controle acionário nas sociedades anônimas, definindo-o não em função da titularidade da maioria do capital votante, mas essencialmente em virtude do efetivo exercício da direção das atividades sociais”²⁰.

18 “Item II: Entende-se por alienação do controle da companhia aberta, para efeito do disposto no art. 254, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e desta Resolução, o negócio pelo qual o acionista controlador (artigo 116 da Lei nº 6.404), pessoa física ou jurídica, transfere o poder de controle da companhia mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”.

19 “Art. 29, §4º. Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76”.

20 *A lei das S.A. comentada*. V. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 665.

Tanto é assim que a doutrina costuma classificar o controle em (i) majoritário (quando um acionista ou grupo de acionistas detém, isoladamente, mais de cinquenta por cento das ações com direito de voto da companhia), (ii) minoritário (quando não há um acionista com mais da metade das ações votantes, de modo que um acionista ou grupo de acionistas titulares de percentual menor é capaz de ter assegurado, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral, e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia), (iii) gerencial (no qual, não se identificando a figura do acionista controlador em virtude da dispersão acionária, “a direção efetiva dos negócios sociais é realizada por administradores profissionais, (...) sem que exista um bloco de ações que assegure o poder de controle”²¹); e (iv) externo (não acionário, exercido “mediante uma influência dominante”²², que não está previsto na Lei das S.A. Não decorre do exercício do direito de voto, mas sim de fatores extra-societários, como relações contratuais).

Enquanto parte da doutrina entende que o conceito de controle, decorrente do artigo 116 da Lei das S.A., deve ser utilizado para fins de aplicação do artigo 254-A, outros consideram que os conceitos não se confundem. Assim, por exemplo, diante de uma companhia com controle minoritário, apesar de poder ser identificado um acionista controlador, nos moldes do artigo 116, com as responsabilidades inerentes à sua posição (*v.g.*, abuso do poder de controle – artigo 117 da Lei das S.A.), caso este acionista decida alienar sua participação a terceiros, não seria necessário realizar oferta pública para aquisição das ações com direito a voto dos acionistas minoritários. É esta, por exemplo, a posição de Nelson Eizirik:

21 EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A. comentada*. V. 1, cit., p. 672.

22 EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A. comentada*. V. 1, cit., p. 666. Para o autor, o controle externo, não se caracterizando como controle acionário, não acarreta qualquer consequência na esfera do direito societário, a exemplo da responsabilidade do acionista controlador por abuso do poder de controle (artigo 117 da Lei das S.A.).

Somente existe um 'bloco de controle', como uma universalidade que pode ser objeto de negócios jurídicos próprios, se ele for composto por ações representativas de mais da metade do capital votante da companhia, de forma a assegurar ao seu titular, em qualquer circunstância, o exercício do poder de controle. Nas companhias sujeitas ao controle minoritário, não existe um bloco de controle, mas apenas um conjunto de ações com direito a voto que, ocasionalmente, permite ao seu titular – o acionista controlador – exercer as prerrogativas que identificam o poder de controle. Dessa forma, diante da inexistência de um bloco de controle, não há como ocorrer uma alienação de controle, apta a ensejar a aplicação da regra prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., em companhias sujeitas ao controle minoritário ou naquelas que não possuam controlador definido²³.

A Comissão de Valores Mobiliários já teve de manifestar seu entendimento acerca da questão, em procedimento administrativo que versava justamente sobre a eventual necessidade de realização de OPA diante da transferência indireta do controle de fato (minoritário)²⁴. Contrariando decisão da área técnica, o Colegiado da autarquia desobrigou o consórcio de investimentos Telco S.p.A., que tem como principal acionista a Telefônica S.A., de realizar oferta pública visando adquirir as ações dos minoritários da TIM Participações S.A..

Em 2007, Pirelli & C. S.p.A. e Sintonia S.p.A., duas companhias que, juntas, titularizavam cem por cento do capital social da Olimpia S.p.A., alienaram sua participação societária detida na Olimpia para o consórcio Telco, o que poderia representar uma alteração no controle de fato da Telecom Italia S.p.A. e, indiretamente, de sua controlada brasileira TIM. É que, na época, Olimpia era proprietária de 17,99%

23 "Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública". In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coords.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 186. No mesmo sentido: MOTTA, Nelson Cândido. "Alienação do poder de controle compartilhado". In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. V. 89. São Paulo: Malheiros, jan./mar. 1993, pp. 42-44.

24 Processo Administrativo 2009/1956.

das ações votantes da Telecom Italia, sendo sua principal acionista. Daí a pretensa alienação de controle.

Não obstante, após analisar o recurso do consórcio Telco, a CVM concluiu que ele não adquirira o controle da TIM, ao comprar dos grupos Pirelli e Sintonia a totalidade das ações de emissão da Olimpia, sendo inexigível, assim, a oferta pública pretendida pelos fundos de investimento, requerentes do procedimento administrativo. A inexigibilidade da OPA, nesse caso, ocorreu porque o Colegiado, por maioria, entendeu que não houve alienação de controle. Se tivesse chegado a uma conclusão diferente, seria o primeiro caso no Brasil em que uma alienação de controle minoritário ensejaria a OPA em questão.

Identificar o exercício do poder de controle em situações de participação menor que cinquenta por cento do capital votante pode ser uma missão difícil, ainda mais quando envolve participações indiretas e companhias estrangeiras, como foi o caso. Tanto é assim que a questão foi analisada de modo díspare pelos diretores. O diretor Marcos Barbosa Pinto acompanhou o voto vencido do relator do processo, Eliseu Martins, que viu ali uma alienação indireta de controle e, em consequência, a necessidade da realização da oferta pública. Os outros três membros do colegiado discordaram da linha do relator. No entanto, ao justificarem seus votos, valeram-se de fundamentações distintas. Para Eli Loria, a aplicação do artigo 254-A “não abrange a alienação de controle minoritário”. Otávio Yazbek não encontrou elementos fáticos suficientes para caracterizar o poder de controle exercido pela Olimpia. Entretanto, ao contrário de Eli Loria, admitiu em tese a exigibilidade da OPA em transferência de controle minoritário, muito embora, como ele próprio declarou, seja difícil detectar o controle nessas situações. Já a presidente Maria Helena Santana se apoiou na regulamentação italiana, segundo a qual a aquisição de 17,99% do capital votante da Telecom Italia pela Telco não representou transferência de controle.

Vê-se, assim, que embora o Colegiado tenha considerado inexigível a OPA no caso concreto, parte de seus membros admitiu, ao menos em tese, a possibilidade de aplicação do artigo 254-A em situações de alienação do controle minoritário, ao contrário da posição defendida por Nelson Eizirik, antes referida. A questão está longe de ser pacífica.

Se, por um lado, discute-se, para efeito da incidência do artigo 254-A, se somente a alienação do controle majoritário deve ser considerada, ou se também a alienação do controle minoritário deveria ser capaz de disparar o mecanismo ali previsto, de outro lado, não se põe a questão da aplicação do referido artigo caso de trate de companhia sob controle gerencial ou externo.

Para além desta questão, da leitura detida do artigo 254-A é possível depreender que não é qualquer transferência de controle que dispara o mecanismo ali previsto. A doutrina costuma apontar alguns pressupostos.

O primeiro pressuposto que se costuma ressaltar no âmbito doutrinário é que tenha havido efetiva alienação do controle, isto é, que o controle, antes detido por certa pessoa, seja por ela alienado a outrem, que passa a detê-lo. Seguindo esta linha de raciocínio, apenas a aquisição derivada do controle é relevante para efeitos do artigo 254-A²⁵. A aquisição originária, diversamente, não dispara o mecanismo do referido artigo. Neste último caso, apesar de haver aquisição de controle, não há alienação, de modo que não há a *transferência* de controle necessária para disparar o artigo 254-A²⁶.

25 “Em matéria de direito das coisas, considera-se que a aquisição de um bem pode se dar a título originário e a título derivado. Na aquisição *derivada*, a propriedade é adquirida nas mesmas condições em que se encontrava nas mãos do alienante; já na aquisição *originária* cujo exemplo típico é o do usucapião, a propriedade forma-se íntegra no patrimônio do adquirente, não estando condicionada, pois, pela situação anterior” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 405).

26 “[E]m uma aquisição originária de controle, há ‘adquirente’, mas não há alienante e, portanto, não há ‘alienação privada de controle’” (PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações*

Exemplos de aquisição originária do controle, que podem ocorrer quando não há, na companhia, a figura de um controlador majoritário, são (i) a chamada “tomada hostil de controle”, quando, diante da dispersão acionária e sem entrar em acordo com os administradores da companhia, alguém decide realizar uma oferta pública voluntária ao mercado, com vistas a adquirir quantidade de ações suficiente para lhe garantir o controle da companhia, e (ii) a chamada “escalada em bolsa de valores”, quando certa pessoa vai, aos poucos, adquirindo participação no mercado de dada companhia, também com dispersão acionária, até que atinja percentual de ações suficiente

obrigatória nas S.A., cit., pp. 222-223). No mesmo sentido: CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. V. 4. T. II, cit., pp. 173-174. Este último visualiza, ainda, uma terceira categoria de aquisição do controle que, a seu ver, também dispararia o mecanismo do art. 254-A. É o que chama de aquisição semiderivada: “[s]uponhamos a seguinte hipótese: a sociedade X, uma companhia aberta, é controlada por um grupo de acionistas, sem acordo entre eles: A, com 20% das ações votantes; B, com 15%; C, com 6%; e D, com 5%; as demais ações com direito de voto estão pulverizadas no mercado, de sorte que o controle é exercido pelo grupo com 46% do capital votante. Fulano, interessado em adquirir o controle acionário dessa companhia X, passa a comprar, no mercado, em sucessivas etapas, ações ordinárias e direitos de subscrição, até atingir 42% das ações com direito de voto, momento em que adquire as ações de C (6% do capital votante), passando, pois, a deter 48% do capital votante e assumindo o poder de comando da companhia, pois nenhum outro acionista ou grupo detém percentual maior de ações. Na hipótese figurada, Fulano adquire o controle sem que o grupo controlador o tivesse alienado em bloco. Trata-se de uma aquisição semiderivada, estando nela presentes os elementos que, para os efeitos do art. 254-A caracterizam a alienação do controle acionário: venda de ações (não das ações) integrantes do bloco de controle, que venham a resultar na alienação do controle acionário. Assim, na aquisição semiderivada, que é aquela em que um ou mais participantes do bloco de controle transferem individualmente todas ou parte de suas ações ou valores mobiliários conversíveis em ações, embora não se verifique a alienação do bloco de controle, o adquirente do controle está obrigado a realizar oferta pública para todos os titulares de ações com direito de voto, pagando-lhes, pelo menos, 80% do valor pago por ação aos alienantes, que integram o bloco de controle” (*Ibid*, pp. 172-174). Nelson Eizirik aventa hipóteses semelhantes: “se o acionista ou grupo de acionistas titular do bloco de controle vende ações representativas de 30% do capital votante a um outro acionista que já detinha, individualmente, mais de 20% das ações com direito a voto, estará caracterizada a alienação de controle, para os efeitos do artigo 254-A da Lei das S.A. Da mesma, forma, também será obrigatória a oferta pública na hipótese de o grupo detentor de, por exemplo, 51% do capital votante transferir 40% para determinado investidor e este, concomitantemente, celebrar acordo de voto com outro acionista” (“Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública”, cit., pp. 189-190).

para se tornar seu controlador, ainda que minoritário. Nestes dois exemplos, apesar de ter havido aquisição do controle, não houve alienação, já que os antigos titulares das ações não figuravam como acionistas controladores²⁷.

27 Na prática, é até possível que a tomada hostil de controle e a escalada em bolsa de valores disparem uma oferta pública obrigatória, mas não se estará a tratar da OPA obrigatória prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., por ocasião de alienação de controle, mas sim de oferta pública obrigatória estatutária. Com efeito, nos últimos anos, tem crescido o número de companhias cujos estatutos preveem que, quando alguém atinja determinado percentual de ações com direito de voto da companhia, será obrigado a realizar uma oferta pública para adquirir as demais ações em circulação. Esta espécie de cláusula estatutária passou a ser corriqueiramente chamada de “poison pill”. Como se isso não bastasse, passaram a ser incluídas, também, nos estatutos sociais de algumas companhias, disposições acessórias às “poison pills”, que visam a protegê-las contra reformas estatutárias. São as chamadas “cláusulas pétreas”. Esse tipo de disposição costuma impor aos próprios acionistas que venham a aprovar a supressão ou a modificação da cláusula de “poison pill” a obrigação de realizar oferta pública com vistas a adquirir a totalidade das ações da companhia, seguindo o mesmo prêmio previsto no estatuto social para a aquisição de ações no caso de aplicação da cláusula de “poison pill”. A legalidade desse tipo de disposição acessória já foi objeto de análise pela CVM, que decidiu, por meio da edição do Parecer de Orientação nº 36, não aplicar penalidades aos acionistas que votarem pela retirada ou modificação da “poison pill” do estatuto social, ainda que não realizem a oferta pública exigida pela cláusula pétrea (Vale conferir, a respeito do tema: MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fábio Henrique. “Administração deve colaborar para o melhor uso das ‘poison pills’”. Disponível em: , acesso em 28.10.2008). Por fim, vale mencionar que as “poison pills”, da forma com que vêm sendo utilizadas pelas companhias abertas brasileiras, não correspondem ao mecanismo homônimo do direito norte-americano. Naquele âmbito, as “poison pills” consistem basicamente em “planos de direitos atribuíveis aos acionistas, que estabelecem que a realização de oferta pública [voluntária] de aquisição de controle, tendo por objeto certa companhia-alvo e/ou a aquisição de participação acionária para além de certos limites de participação acionária na companhia-alvo, sem a aprovação de seus órgãos de administração, atribui aos demais acionistas direitos de aquisição ou subscrição de ações, normalmente, a preços bastante inferiores aos praticados pelo mercado”, com o objetivo justamente de diluir a participação do ofertante (NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 136). Daí terem afirmado Francisco Antunes Maciel Müssnich e Vitor de Britto Lobão Melo que “[j]á é conhecido o nosso entendimento da inadequação da utilização da expressão ‘poison pill’ para denominar as medidas defensivas de proteção à tomada hostil de controle utilizadas hodiernamente nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras” (“Considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (*brazilian pills*)”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 574). Ressaltam os autores que, no âmbito das companhias listadas no Novo Mercado,

A Comissão de Valores Mobiliários já teve oportunidade de se manifestar nesta linha de entendimento. No julgamento do Processo Administrativo 2007/14099, *v.g.*, discutiu-se acerca da eventual exigibilidade de OPA para aquisição das ações de emissão da ABN Amro Holding N.V., companhia com sede na Holanda que detinha o controle indireto de duas companhias brasileiras: ABN Amro Arrendamento Mercantil S.A. e Real Leasing S.A. Arrendamento Mercantil. A companhia holandesa, antes com capital pulverizado (os acionistas com maior participação detinham 3,05%, 2,67% e 2,14%, sem acordo de acionistas), foi alvo de oferta pública voluntária no mercado para aquisição de seu controle, realizada por The Royal Bank of Scotland Group plc. Após a oferta, este último assumiu a posição de controlador da companhia e, indiretamente, das controladas brasileiras. Não obstante, entendeu o Colegiado que, não havendo, no momento anterior à oferta, a figura definida de um acionista controlador, não ocorreria, no caso, alienação de controle, sendo desnecessária, assim, a realização da OPA:

Com a oferta pública [voluntária] de aquisição de ações realizada pela RFS, operou-se a formação da posição de acionista controlador no ABN, até então inexistente. Assim, a aquisição do controle no caso concreto caracterizou-se como originária, visto que não ocorreu efetivamente a transferência de bloco de controle, tal como acontece na alienação de controle, mas sim o seu surgimento²⁸.

veda-se a previsão, “ressalvados eventuais casos exigidos em lei ou regulamentação aplicável, nos estatutos das companhias listadas de disposições que (i) estabeleçam quórum qualificado para a deliberação de matérias que devam ser submetidas à assembleia geral de acionistas; e (ii) impeçam o exercício de voto favorável ou imponham ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou alteração de cláusulas estatutárias” (*Ibid.*, p. 585). A respeito das “poison pills”, ou melhor, das “brazilian pills”, vale conferir também: (i) OIOLI, Erik Frederico. *Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, especialmente a partir da página 193; e (ii) CARVALHOSA, Modesto. “As *poison pills* estatutárias na prática brasileira: alguns aspectos de sua legalidade”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coords.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

28 Trecho do voto do diretor relator Durval Soledade, em 29.01.2008.

Entender que, para incidir a previsão do artigo 254-A, é preciso que tenha havido transferência do controle das mãos de seu antigo titular para o adquirente do controle, traz uma série de implicações. Em se tratando de controle compartilhado, por exemplo, simples alterações internas no bloco de controle não teriam o efeito de disparar o mecanismo do artigo 254-A, já que o acionista integrante do bloco que aliena parte ou todas as suas ações a outro acionista integrante do bloco não detinha o poder de controle, que era compartilhado. Exemplo desta situação seria um acordo de comando entre “A”, “B” e “C”, cada um com 20% das ações votantes da companhia, e alienação de 10% das ações de “A” a “B”, de modo que “A” passa a deter 10%, “B” 30% e “C” 20%, mantendo-se o controle compartilhado. Nessa linha, para Carlos Augusto da Silveira Lobo, 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”²⁹.

29 “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 2.015. Em sentido semelhante, afirma Nelson Cândido Motta: “as transferências realizadas entre sócios, no âmbito do grupo controlador, não alteram a titularidade do poder de controle frente à sociedade e não afetam as relações entre a maioria e a minoria na assembleia geral. Em um grupo controlador que possua 75% do capital votante o sócio que, nesse grupo, eleve sua participação de 30 para 40%, através de transferências feitas internamente, não acarreta qualquer mudança na identidade do acionista controlador da companhia. Não gera nenhuma modificação na correlação dos votos que concorrem à assembleia geral. Pois se o poder de controle continua a ser exercido, de forma compartilhada, pelo mesmo grupo de acionistas que já o exercia anteriormente, cumpre reconhecer – por imperativo lógico – que nesse caso não se verificou a alienação do controle da sociedade, não sendo portanto exigível oferta pública aos acionistas minoritários” (“Alienação e titularidade do poder de controle nas companhias abertas – Notas sobre a transferência de ações entre participantes de grupo controlador e sobre a interpretação do art. 254 da Lei das S.A.”. In: *Revista Forense*. V. 324. Rio de Janeiro: Forense, out./dez. 1993, p. 84). No mesmo sentido: (i) COMPARATO, Fábio Konder. “Alienação de controle de companhia aberta”. In: *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 79; (ii) MOTTA, Nelson Cândido. “Alienação do poder de controle compartilhado”, cit., p. 45; (iii) CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. V. 4. T. II, cit., p. 167; (iv) EIZIRIK, Nelson. “Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 237; (v) PRADO, Roberta Nioac. “Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade

Ainda a este respeito, aponta Carlos Augusto Junqueira de Siqueira que não se pode esquecer dos acordos de acionistas celebrados entre controladores e minoritários. Estes últimos, apesar de não partilharem o controle, podem integrar o acordo de comando para, simplesmente, por exemplo, assegurarem para si “o direito de alienar suas ações em conjunto com os efetivos controladores, na hipótese de venda da companhia”. Para o autor, em situações como esta, “se algum dentre aqueles que não compartilhavam o poder, dele não fazia parte, estando engajado na convenção apenas para garantia de outros direitos, vier a assumir posição de comando, a transação deve ser apreciada como uma efetiva transferência de controle”³⁰.

Situação diversa é aquela em que o controle, antes compartilhado, passa a ser isolado, nas mãos de um dos antigos integrantes do bloco de controle, em decorrência da alienação da participação societária de um dos membros do bloco para outro. Esta hipótese é conhecida por parte da doutrina como “consolidação do controle”. Neste cenário, ressalvadas as peculiaridades do caso concreto e respeitadas as posições em sentido contrário, em princípio não parece ter havido *alienação* de controle, para fins de incidência do artigo 254-A, muito embora possa ter havido *mudança* no controle. Partindo do pressuposto de que o poder de controle, nas situações de controle compartilhado, pertence ao bloco, e não a cada um de seus integrantes individualmente, o acionista alienante – um dos membros do bloco de controle – não era detentor do controle, que era detido pelos acionistas em conjunto.

por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução CMN 401/76 – É efetivo o mecanismo de proteção aos minoritários?”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. V. 106. São Paulo: Malheiros, abr./jun. 1997, p. 94; e (vi) COELHO, Fábio Ulhoa. “O direito de saída conjunta (tag along)”, In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 481.

30 *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FMF, 2004, pp. 178-179.

Esta questão também já foi analisada pela Comissão de Valores Mobiliários³¹. O caso concreto versava sobre a aquisição de ações de emissão da Companhia Petroquímica do Sul (“Copesul”) pela Braskem S.A.. Antes da aquisição, o controle da Copesul era compartilhado entre a própria Braskem e a Ipiranga Petroquímica S.A., cada uma com 29,46% das ações com direito a voto. Mediante negócio oneroso, Braskem adquiriu da Ipiranga a participação por ela detida indiretamente na Copesul. Assim, após a operação, Braskem passou a deter percentual de ações que lhe assegurou prevalência em qualquer deliberação societária da companhia, ressalvados certos direitos de veto. Desta forma, o controle, antes compartilhado entre Braskem e Ipiranga, passou a ser isolado, nas mãos da Braskem. Apesar disso, no entendimento da CVM, não restou caracterizada, aí, a alienação de controle, para fins de incidência do artigo 254-A. Uma vez mais, entendeu o Colegiado que, quando o controle é compartilhado, o poder de controle pertence ao bloco, e não a seus integrantes. Assim, a Ipiranga não poderia alienar à Braskem algo que não possuía. Vale conferir alguns trechos do voto do então presidente Marcelo Fernandez Trindade:

A lei poderia estabelecer que a obrigação de lançar a OPA decorreria da aquisição do controle, independentemente de sua prévia existência e alienação. Mas a lei não o faz. Isso talvez seja mau, talvez não. A lei também poderia determinar que a aquisição de um percentual menor que 50% das ações determinasse a realização da OPA, independentemente de quem as alienasse, ou estabelecer um sistema em que o alcance da propriedade de um certo percentual de ações determinasse a realização de OPA. Talvez esses sistemas sejam melhores. Mas esses não são os sistemas da lei brasileira. (...) Concluir pela não obrigatoriedade de OPA em casos de consolidação do controle dentro do bloco não é, certamente, adotar a decisão mais simpática. E certamente este não é o voto que eu mais gostaria de dar. De *lege ferenda*, me parece que a alienação de participações relevantes, con-

31 Processo Administrativo 2007/7230.

forme percentual previsto em lei ou no Estatuto, deveria gerar a obrigação de estender as mesmas condições aos demais acionistas, através da realização de OPA. Isto contribui para que o valor das ações de uma companhia aberta seja estabelecido pelo mercado de maneira mais adequada, sem prêmios ou descontos economicamente pouco justificáveis, decorrentes de direitos não expressos nos títulos, mas sim inerentes ao exercício do poder. Mas o fato é que, *de lege lata*, estou de acordo com a conclusão do voto do Diretor Relator, pela inexistência de alienação de controle, que só pode ser alienado por quem o detenha, o que, em casos de acordo de acionistas, significa o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, como diz o art. 116 da Lei das S.A., e não um membro desse grupo que detenha menos que a maioria das ações com voto, ressalvada a análise do acordo de acionistas, que revele a preponderância do subscritor alienante perante os demais³².

Finalmente, outra situação ligada ao controle compartilhado é aquela em que um terceiro passa a integrar o bloco de controle. Também aí a doutrina costuma apontar que não incide, *a priori*, a previsão do artigo 254-A, pois, mais uma vez, o acionista alienante, inte-

32 Em precedente administrativo antigo, por outro lado, a CVM já manifestou entendimento em sentido contrário, à luz da redação original do artigo 254. No caso, o grupo Lorentzen pretendia adquirir do BNDES e do grupo Moreira Salles participação acionária na Aracruz Celulose S.A. que, somada às ações que o grupo Lorentzen já detinha, corresponderia a 51% do capital votante da Aracruz. O controle acionário da companhia era exercido, na época, de forma compartilhada, pelo seguinte grupo de acionistas, vinculados por acordo: BNDES, BNDESPAR, Erling. S. Lorentzen, Saga Empreendimento S.A., Oivind Lorentzen S.A., Cia. Souza Cruz Ind. Com., Brasil Warrant Adm. Bens e Emp. Ltda e Billeruds Aktiebolag. Sustentavam as partes envolvidas que, tratando-se de negociação de alienação de ações entre integrantes do acordo de comando, não estaria configurada a hipótese de alienação de controle, sendo desnecessária a realização de oferta pública pelo adquirente das ações aos acionistas minoritários da Aracruz. Não obstante, entendeu a CVM que, uma vez que a aquisição pretendida proporcionaria ao adquirente a detenção da maioria dos votos em assembleia geral, e “tomando-se por base a definição de acionista controlador expressa no artigo 116 da lei societária, a operação pretendida estaria a configurar alienação de controle de companhia aberta, sujeita ao procedimento prescrito no artigo 254” (Processo CVM/SJU 009/1985, proferido por Maria Isabel do Prado Bocater em 14.03.1985). No mesmo sentido a opinião de Roberta Nioac Prado (*Oferta pública de ações obrigatória das S.A.*, cit., pp. 166-167).

grante do bloco, não detinha, sozinho, o controle e, assim, não teria como aliená-lo. Para Fábio Ulhoa Coelho, por exemplo, “[n]ão se encontra sob a égide do art. 254-A da LSA a alienação parcial do controle, assim entendida a operação de ingresso de novo ou novos acionistas no bloco de controle, desde que continue predominando, no interior deste, a orientação do anterior controlador”³³.

Diz-se, então, que para haver a alienação do controle compartilhado, exige-se a transferência do controle a um terceiro, que passe a assumi-lo, e não o simples ingresso de terceiro no bloco de controle. Para Nelson Eizirik, isto não significa, por outro lado, que todas as ações integrantes do bloco de controle devam ser alienadas a terceiro, para que seja exigível a OPA. Basta que o terceiro adquira quantidade de ações suficiente para assumir o controle. Em suas palavras, somente haverá alienação de controle, para os efeitos do artigo 254-A, “quando houver a cessão de todas ou de parte das ações integrantes do bloco de controle para terceiro e este assuma posição de controlador da companhia. Ou seja, deve a operação, além de ser onerosa, resultar no surgimento de um novo acionista controlador”³⁴.

O segundo pressuposto que a doutrina costuma apontar para a aplicação do artigo 254-A, já corroborado pela Comissão de Valores

33 “O direito de saída conjunta (‘tag along’), cit., p. 481. Questão controvertida se põe quando o terceiro, que ingressa no bloco de controle, assume posição majoritária dentro do bloco (embora, sozinho, não seja capaz de controlar a companhia). Diante desta situação, alguns entendem ser necessária a oferta pública (‘A alienação de controle pode caracterizar-se quando o membro majoritário do grupo de controle organizado para o exercício uniforme do direito de voto, em que prevaleça o voto majoritário em reuniões prévias do grupo, transfere suas ações para pessoa estranha ao grupo, sub-rogando-a em sua posição majoritária’ – Parecer CVM SJU 007/1986, proferido por Diva Maria Silva Ribeiro Pinto em 04.03.1986). Já outros entendem inexigível a OPA (‘A melhor interpretação de tal dispositivo [art. 254-A] é a de que somente a alienação direta ou indireta de todas as ações integrantes do bloco de controle para terceiro ensejariam a aplicação do art. 254-A da Lei 6.404/76 e nunca a alienação de parte das ações integrantes do bloco de controle, porque não é uma alienação de controle, mas sim, uma alteração interna ao bloco de controle’ – Parecer CVM/SJU 011/2002, proferido por Alexandre Hildebrand Garcia em 28.06.2002).

34 “Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 237.

Mobiliários, é que a alienação do controle tenha sido onerosa, e não gratuita, a exemplo de uma doação ou uma sucessão hereditária. Por outras palavras, exige-se que tenha havido pagamento, em dinheiro ou em bens, pelas ações representativas do controle³⁵. Parte da doutrina aponta, ainda, um terceiro pressuposto que, embora controverso, também já foi ratificado pela CVM: deve ter havido pagamento de prêmio de controle, isto é, as ações devem ter sido adquiridas por valor superior à sua cotação no mercado de valores mobiliários³⁶.

Nesse sentido, no julgamento do Processo Administrativo 2005/0137, o Colegiado da CVM deliberou pelo reconhecimento da inexistência de obrigação de realização de OPA por alienação do controle da Companhia Docas de Imbituba, uma vez que o valor da alienação do controle foi negativo. As dívidas assumidas pelo adquirente do controle, na visão da CVM, embora afiançadas pelos alienantes, eram da companhia vendida, e, portanto, seu valor não poderia ser considerado preço de aquisição do controle. Já no julgamento do Processo Administrativo 2004/3579, o Colegiado afirmou que não incide o artigo 254-A quando o preço para a aquisição do controle é vil (no caso concreto, R\$1,00), desde que a imaterialidade do preço seja comprovada.

Antes de passar para o próximo item, dedicado aos destinatários da OPA, restam três últimas considerações. Primeiramente, cabe

35 “Somente caracteriza-se a alienação de controle, para os efeitos do art. 254-A, quando presente o seu caráter oneroso, isto é, quando há o pagamento, em dinheiro ou em bens, pelas ações ou valores mobiliários que ensejam a transferência do controle” (EIZIRIK, Nelson. “Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 237). No mesmo sentido: (i) CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. V. 4. T. II, cit., p. 168; (ii) OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. “A alienação do controle societário na Lei das S/A”. In: SADDI, Jairo (coord.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 227; e (iii) PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*, cit., p. 193.

36 Cf. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., pp. 2.013-2.014.

rememorar que operações de reestruturação societária, como fusão e incorporação, ressalvadas as peculiaridades do caso concreto, em princípio não disparam a OPA prevista no artigo 254-A, a não ser que sejam utilizadas como mecanismos transversos para transferir o controle, numa tentativa de fraudar a aplicação do referido artigo. Como ressalta Carlos Augusto da Silveira Lobo, operações societárias de fusão e incorporação são mais abrangentes que transferências de controle. Ainda que, eventualmente, venha a ocorrer uma alteração de controle em virtude da operação, não tendo sido este o seu principal objetivo, não incide a OPA. A aquisição do controle, em suas palavras, é um “efeito paralelo”³⁷.

A esta conclusão chegou o Colegiado da CVM, por maioria, no julgamento do Processo Administrativo 2008/4156. No caso concreto, discutiu-se a respeito da exigibilidade de OPA para aquisição de ações de emissão da Suzano Petroquímica S.A.. Como a maioria dos diretores entendeu que o que houve foi operação típica de incorporação, sem escopo de burlar o direito dos acionistas minoritários, a OPA foi considerada inexigível, vencido o relator Sergio Weguelin³⁸.

Em segundo lugar, a alienação do controle, para efeito de aplicação do artigo 254-A, pode ser (i) direta, (ii) indireta (quando há alienação do controle da controladora da companhia aberta)³⁹, ou

37 “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 2.014.

38 O diretor Marcos Barbosa Pinto, em seu voto, esclareceu que “a operação em tela é uma incorporação típica e com finalidade empresarial clara, não sujeita à oferta por alienação de controle prevista no art. 254-A. (...) Caso venhamos a nos deparar com incorporações de fachada, utilizando sociedades ‘holding’ sem ativos operacionais e pagamentos em dinheiro disfarçados, deveremos aplicar a disciplina da fraude à lei, exigindo a realização da oferta pública”.

39 “A alienação indireta ocorrerá sempre que o controle sobre a companhia for exercido indiretamente, através dos órgãos sociais de outra companhia. O controle indireto pode ser exercido através de sociedades ‘holdings’ de controle ou de participação, ou ainda por meio de outras sociedades” (JOSUÁ, Adriana. “Alienação do controle de S.A. por oferta pública (art. 254-A da Lei das S.A.)”, cit., p. 151).

(iii) por etapas⁴⁰. No caso de alienação indireta, a maior dificuldade é definir o preço a ser pago na oferta pública para aquisição das ações dos minoritários da companhia aberta controlada, já que a controladora, cujo controle está sendo alienado, geralmente detém uma série de outros ativos além das ações da companhia aberta controlada. Tendo em vista esta dificuldade, o artigo 29, § 6º, da Instrução nº 361 da Comissão de Valores Mobiliários prevê o seguinte:

Em caso de alienação indireta do controle acionário: I – o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404, de 1976, correspondente à alienação do controle da companhia objeto; e II – a CVM poderá, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto.

Por fim, em terceiro lugar, o Colegiado da CVM já se manifestou no sentido de que o mecanismo previsto no art. 254-A pode incidir não só quando há alienação das ações titularizadas pelo acionista controlador, mas também diante de alienação de outros títulos, a exemplo de outros valores mobiliários conversíveis em ações com direito de voto, e mesmo por meio da concessão de opção de compra de ações. Nesse sentido, no julgamento do Processo Administrativo 4069/2005, envolvendo a Companhia Brasileira de Distribuição, entendeu a CVM que a implementação de “Joint Venture Agreement” entre o “Grupo AD”, de um lado, e Casino Guichard Perrachon S.A., de outro, teria representado a alienação do controle pelo primeiro

40 “[N]os casos em que o adquirente realiza uma série de operações (adquire ações, títulos conversíveis, direitos de subscrição, e outros) que irão resultar na aquisição do controle, realizada dentro de um período de tempo relativamente longo” (JOSUÁ, Adriana. “Alienação do controle de S.A. por oferta pública (art. 254-A da Lei das S.A.)”, cit., p. 153). Para que reste caracterizada a alienação do controle por etapas, para efeito de incidência do art. 254-A, entretanto, parece ser necessário que tenha sido esta a intenção das partes envolvidas no negócio.

para o segundo. Isto porque, com a operação, o antigo controlador, além de transferir ao segundo ações integrantes do controle, outorgou opção de compra para a aquisição de uma ação adicional – a chamada “Opção de Compra de Mudança de Controle”.

Na visão da CVM, o exercício da opção, somado à aquisição das ações, garantiria ao Casino o controle da companhia. Nos termos do parecer da Procuradoria Federal Especializada, “a análise dos contratos das Operações indicam que, com o exercício da opção que permite a aquisição de uma ação do Controlador Direto, o Comprador assumirá o seu controle, assumindo a posição de AD que, por sua vez, assumirá o *status* antes atribuído ao Comprador”. Apesar de a opção de compra ter um prazo contratual fixado, somente podendo ser exercida oito anos após a sua outorga, a CVM considerou que a alteração de controle deu-se desde logo, tendo em vista, dentre outros fatores, que o pagamento pelo controle já havia sido realizado. A opção, por outro lado, seria exercida pelo preço simbólico de R\$1,00⁴¹.

41 “[E]ntendo procedente o argumento da área técnica, segundo o qual o pagamento imediato de todo o preço pelas ações, assegurando-se o direito à compra de uma ação adicional 8 anos depois, por preço simbólico, impede que se considere que a alienação de controle somente se dará em tal momento — e isto mesmo sem considerar a razão prática de que o adiamento da OPA por tal prazo levaria até mesmo à impossibilidade de se calcular o preço a ser pago, então, aos demais acionistas. A Instrução 361/02 reconhece a possibilidade de a alienação do controle ser realizada através de um conjunto de operações (art. 29, § 4º), e, portanto, nada impede que, em determinadas situações, a OPA somente venha a se tornar obrigatória no momento da conclusão desse conjunto de operações. Entretanto, no caso concreto, a operação de alienação do controle deve considerar-se concluída desde logo, tendo em vista (i) a irrelevância econômica da segunda parte da operação — aquisição por preço simbólico de uma ação ordinária da holding — e (ii) ser a conclusão dessa segunda parte da operação uma faculdade atribuída ao Comprador” (Trecho do voto do Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa em 11.04.2006). Diversamente da linha de raciocínio exarada pela CVM, ao analisar esta operação, entenderam Alexandre de Mendonça Wald e Luíza Rangel de Moraes que não seria exigível a OPA (“Transferência de controle de companhia aberta. Algumas questões para estudo e reflexão”. In: *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. V. 38. São Paulo: Revista dos Tribunais, out./dez. 2007, pp. 22-26).

4. Destinatários da oferta pública

O artigo 254, em sua redação original, previa a necessidade de, diante da alienação do controle de companhia aberta, se assegurar tratamento igualitário aos “acionistas minoritários”, com a realização de oferta pública obrigatória para aquisição de suas ações pelo mesmo preço pago por ação integrante do bloco de controle. À época, não se sabia ao certo se o termo “acionistas minoritários” abrangia os titulares de ações preferenciais sem direito de voto, com direito de voto restrito ou com direito de voto temporário. Uma primeira corrente restringia o tratamento igualitário aos titulares de ações votantes, sob o argumento de que o termo “minoritário” tem relação com a prerrogativa do voto⁴². Já outra vertente, mais abrangente, afirmava que o conceito de acionista minoritário era excludente, isto é, todo aquele acionista que não fosse controlador. Estariam incluídos, aí, os titulares de ações preferenciais sem voto, com voto restrito ou temporário⁴³.

O Superior Tribunal de Justiça apreciou a questão no julgamento do Recurso Especial 710.648, e decidiu, à luz da redação do artigo 254, vigente à época dos fatos, que os acionistas preferenciais sem direito de voto não deveriam ser incluídos na oferta pública, por ocasião da aquisição, pelo Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A., do Banco Mineiro S.A., em julho de 1981. Isto porque, não com-

42 Como relata Luiz Gastão Paes de Barros Leães (“Alienação de controle de companhia aberta seguida do fechamento do seu capital”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. V. 113. São Paulo: Malheiros, jan./mar. 1999, pp. 257-258).

43 Para Nelson Cândido Motta, por exemplo, “acionista majoritário é o acionista controlador, o acionista que participa do poder de controle; acionista minoritário é o acionista não controlador, qualquer que seja a espécie de ação, ordinária ou preferencial, votante ou não votante, de que seja ele titular” (“Alienação de controle de instituições financeiras – acionistas minoritários – notas para uma interpretação sistemática da lei das sociedades anônimas”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. V. 46. São Paulo: Revista dos Tribunais, abr.-jun. 1982, p. 34).

pondo os acionistas preferenciais nenhum órgão deliberativo do banco, eles não ostentariam a situação de acionista minoritário. A locução “acionista minoritário”, na visão do tribunal, “indubitavelmente se relaciona aos acionistas com voto”. Se “a oferta pública também devesse abranger as ações preferenciais, ela sofreria grave deturpação, porquanto deixaria de ser procedimento de aquisição do controle, mas oferta pública para compra de ações”⁴⁴.

Com escopo de por uma pá de cal na controvérsia, a Lei nº 10.303/2001, ao restabelecer a OPA obrigatória, na forma do artigo 254-A, passou a prever expressamente que deverão ser incluídas na oferta pública as ações *com direito de voto* de propriedade dos acionistas não controladores da companhia.

Assim, parece claro, diante da nova redação, que como regra geral a oferta pública não deverá ser destinada aos titulares de ações preferenciais sem direito de voto. É possível, contudo, que a OPA deva ser estendida também a eles, caso (i) o estatuto preveja especificamente esta vantagem, nos termos do artigo 17, § 1º, da Lei das S.A.⁴⁵, ou (ii) se trate de companhia listada no Nível 2 da Bovespa⁴⁶.

44 STJ, 4ª T., REsp 710.648, Rel. Min. Massami Uyeda, j. 26.06.2007, v.u., DJ 12.11.2007, p. 220.

45 “(...) As preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens: (...) III – direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A (...)”.

46 Os segmentos especiais de listagem do mercado de ações (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais) foram criados pela BM&FBOVESPA há mais de 10 anos, com vistas a desenvolver o mercado de capitais brasileiro. As companhias listadas voluntariamente em tais segmentos respeitam regras mais rígidas de governança corporativa, cumprindo uma série de exigências não previstas na Lei das S.A.. Com relação às companhias listadas no Nível 2, o antigo regulamento previa, em caso de alienação do controle, necessidade de realização de oferta pública para aquisição das ações dos titulares de ações ordinárias por 100% do preço oferecido por ação integrante do bloco de controle, e para aquisição das ações dos titulares de ações preferenciais por 80% do preço. Já o novo regulamento, em vigor desde maio de 2011, prevê que ações ordinárias e preferenciais das companhias listadas no Nível 2 têm garantido o “tag along” por 100% do preço pago por ação integrante do bloco de controle.

Resta saber, ainda, se a oferta pública deve, ou não, alcançar titulares de ações preferenciais com direito de voto restrito ou temporário. O artigo 29, *caput*, da citada Instrução nº 361 da Comissão de Valores Mobiliários, dispõe que somente fazem jus à oferta pública os acionistas com “pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária”. Estariam excluídos, assim, também os preferencialistas com direito de voto restrito, e os com direito de voto temporário, por força do artigo 111, § 1º, da Lei das S.A.. Os termos da Instrução não ficaram isentos de críticas. Enquanto parte da doutrina, a exemplo de Carlos Augusto da Silveira Lobo, concorda com a orientação ali consubstanciada⁴⁷, para outros, a exemplo de Nelson Eizirik, os preferencialistas com direito de voto restrito, assim como os com direito de voto temporário, fazem jus à OPA, de modo que a previsão do artigo 29 da Instrução seria ilegal⁴⁸.

5. Alternativa de oferta de prêmio

O § 4º do artigo 254-A permite ao adquirente do controle oferecer aos destinatários da oferta pública a opção de permanecerem na companhia, mediante o pagamento de um prêmio, equivalente, no mínimo, à diferença entre o valor pago por ação integrante do bloco de controle e o valor de mercado das ações.

Parte da doutrina considera que, sob o ponto de vista do acionista minoritário, esta alternativa equivale financeiramente à alienação de suas ações ao adquirente do controle: “[a]s duas modalidades alternativas se equivalem financeiramente, do ponto de vista dos ofertados (desfazer-se das ações pelo preço de mercado mais prêmio

47 “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., pp. 2.019.

48 “Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 244.

equivale a ficar com as ações e receber o prêmio)”⁴⁹. A assertiva merece temperos. Isto porque, optando o minoritário por alienar suas ações, receberá como contrapartida o equivalente a oitenta por cento do preço pago por ação integrante do bloco de controle. Já se decidir permanecer na companhia, o prêmio que receberá consubstancia-se na diferença entre o equivalente a cem por cento do preço pago por ação integrante do bloco de controle e o valor de mercado das ações. As hipóteses, assim, não se confundem. Além disso, ao permanecer acionista, o minoritário está sujeito aos riscos inerentes à alteração do controle e, conseqüentemente, à mudança na orientação geral dos negócios da companhia.

A Instrução nº 361 da Comissão de Valores Mobiliários, em seu artigo 30, § 1º, prevê que “[o]ferecida 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*”⁵⁰. A disposição é bastante criticada pela maioria da doutrina, que entende ter a CVM extravasado sua competência regulamentar ao considerar que o silêncio equivaleria a uma espécie de aceitação tácita do prêmio. Para Carlos Augusto da Silveira Lobo, por exemplo, “desautorizadamente, a CVM considerou a omissão dos ofertados como manifestação de vontade de receber o prêmio”. Admitir que o silêncio importa aceitação acaba trazendo um ônus adicional para o adquirente do controle, pois, “[p]or um passe de mágica interpretativa, o artigo 254-A, que primordialmente exige a oferta pública de aquisição das ações dos minoritários, passa a conferir um prêmio a todos os minoritários”. Desta forma, “[e]sse entendimento provavelmente esterilizará a faculdade prevista no § 4º do artigo 254-A”⁵¹.

49 LOBO, Carlos Augusto da Silveira. “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., p. 2.024.

50 Grifou-se.

51 “Alienação do controle de companhia aberta”, cit., pp. 2.024-2.025.

6. Forma de pagamento aos destinatários da oferta

Segundo dispõe a Instrução nº 361 da Comissão de Valores Mobiliários, ao realizar a oferta pública, o adquirente do controle não necessariamente terá de adquirir as ações dos ofertados mediante contrapartida em dinheiro. Com efeito, se ele tiver oferecido ao alienante do controle contraprestação em valores mobiliários, deverá ofertar aos acionistas minoritários, igualmente, valores mobiliários, da mesma espécie e classe daqueles oferecidos ao acionista controlador. É a chamada oferta de permuta, prevista no § 8º do artigo 29 da referida Instrução⁵². Prevê o referido parágrafo, ainda, que, no caso da oferta de permuta, é facultado ao adquirente do controle “formular oferta alternativa em dinheiro ou outros valores mobiliários, desde que a escolha caiba aos destinatários da oferta”.

Ainda segundo os termos da Instrução, se o controle tiver sido adquirido mediante pagamento em dinheiro, a oferta aos minoritários deverá ser realizada, também, em dinheiro, por valor igual a, pelo menos, oitenta por cento do preço pago ao controlador. Além disso, para garantir tratamento isonômico, caso o controlador tenha recebido o pagamento em momento anterior à realização da OPA, o cálculo do valor a ser oferecido aos minoritários deverá ser atualizado, até o momento do pagamento efetivo aos ofertados. É o que prevê o § 7º do artigo 29 da Instrução.

A necessidade de atualização do preço, pago ao controlador alienante em momento anterior, vem sendo reiteradamente reconhecida pela autarquia. Já em 1987, afirmava-se que “tem sido pacífico nesta autarquia o entendimento de que o preço acertado com o controlador deve ser atualizado, tendo em vista o prazo decorrido entre

52 Cf.: (i) BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 10. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 531; (ii) OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. “A alienação do controle societário na Lei das S/A”, cit., p. 230; (iii) PEREIRA, Jorge Brito. *A OPA obrigatória*. Coimbra: Almedina, 1998, p. 359; e (iv) CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. V. 4. T. II, cit., p. 166.

a negociação do controle e a liquidação junto aos minoritários”⁵³. Para Roberta Nioac Prado, o preço deve ser não apenas atualizado, mas acrescido de juros: “uma vez que o controlador recebeu o preço pelas ações de controle que alienou, pôde, desde esse momento, aplicar no mercado financeiro tal valor, recebendo por isto, no mínimo, além da devida correção monetária, quando cabível, os juros legais”⁵⁴.

Além disso, a doutrina costuma apontar que as mesmas condições de pagamento propostas ao controlador devem ser oferecidas aos destinatários da oferta pública. Assim, *v.g.*, se o alienante do controle recebeu a contraprestação à vista, não poderia o adquirente do controle pretender pagar aos minoritários a prazo⁵⁵.

7. Diluição do prêmio de controle

Diante da obrigatoriedade da OPA, vêm-se verificando situações em que adquirente e alienante do controle buscam, de algum modo, diluir ou disfarçar o prêmio pago pelo controle, com vistas a reduzir os custos da oferta pública e, indiretamente, fraudar os direitos dos seus destinatários. Uma das formas de alcançar este objetivo é a alienação, ao adquirente do controle, não só das ações integrantes do bloco controlador, mas também de ações preferenciais, estas últimas por preço substancialmente superior à sua cotação no mercado

53 Parecer CVM/SJU 006/1987, proferido por Luíza de Moraes em 17.03.1987. No mesmo sentido o Parecer CVM/SJU 118/1979, proferido por Paulo Cezar Aragão em 10.08.1979.

54 *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*, cit., pp. 235-236.

55 Cf. (i) PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*, cit., p. 244; (ii) PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 188; (iii) CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 50-56; e (iv) PENALVA SANTOS, J. A.. “Direitos dos minoritários – alienação de controle da companhia aberta e os direitos dos minoritários. Análise do art. 254 da lei nº 6.404 de 1976”. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 499.

de valores mobiliários. Com a manobra, embute-se no preço pago pelas preferenciais parte do prêmio de controle, de modo que, no cálculo do valor para a aquisição das ações dos destinatários da oferta pública, esta parte do prêmio não será computada.

Este tipo de prática há muito é combatida pela Comissão de Valores Mobiliários. Já no início da década de 1980, afirmava-se que “a venda de ações preferenciais pertencentes ao controlador, numa operação de alienação de controle, (...) poderá configurar artifício empregado pelos contratantes com o intuito de diluir o preço real pago pelo controle, obtido via elevação do valor das preferenciais”⁵⁶. Roberta Nioac Prado formula exemplo esclarecedor:

Supondo que a cotação média do lote de ações ordinárias de determinada companhia aberta seja de R\$ 10,00 e os lotes integrantes do bloco de controle estejam sendo negociados por R\$ 15,00. Isto é, o sobrepreço atribuído ao controle é de R\$ 5,00 por lote de ações. Por outro lado, se o lote de ações preferenciais está cotado em média por R\$ 12,00, não há razão para que o adquirente do controle esteja pagando por tais ações de propriedade do acionista controlador valor superior ao de cotação em Bolsa, ou seja, R\$ 15,00. Caso a hipótese acima aventada seja identificada na prática, a solução para não resultar em prejuízo para os minoritários é calcular o sobrepreço que foi pago pelas ações preferenciais de propriedade do controlador, diminuindo o valor pago por tais ações, ou lote de ações, pela sua cotação média em Bolsa, à época. Em seguida, dividir este valor pelo número de ações ou lote de ações ordinárias de propriedade do acionista controlador, para identificar o sobrepreço de cada ação ou lote de ações, e, assim, estender esse sobrepreço aos acionistas minoritários⁵⁷.

56 Parecer CVM SJU 123/1983, proferido por Norma Jonssen Parente em 09.12.1983. No mesmo sentido o Parecer CVM SJU 30/1982, proferido por Norma Jonssen Parente em 28.04.1982.

57 *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*, cit., pp. 283-286. No mesmo sentido: SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário*, cit., pp. 447-450.

É menos complexo identificar a tentativa de fraude quando as ações preferenciais são cotadas no mercado, comparando o seu valor de mercado e o preço pago pelo adquirente do controle, pelas preferências titularizadas pelo controlador. Já se não houver valor de mercado para a ação, alguns autores aventam a possibilidade de utilizar como parâmetro “o valor patrimonial, (...) sem inibir a adoção de outros (se inexistente o valor de mercado e se o patrimônio líquido estiver negativo) como, por exemplo, o preço de emissão recente ou o valor unitário da ação”⁵⁸.

Para constatar que a alienação de preferências com sobrepreço teve por escopo diluir o prêmio do controle, não é preciso que a aquisição do controle e a das ações preferenciais titularizadas pelo controlador tenham ocorrido simultaneamente. É possível que, preliminarmente à aquisição do controle, tenha havido antecipação de parte do prêmio por meio da aquisição de preferências, assim como pode haver postergação de parte do pagamento, com a aquisição de preferências em momento posterior à aquisição do controle. Em ambas as situações, se se verificar a relação direta entre as operações de alienação do controle e de alienação de preferências, é possível que tenha havido a tentativa de fraudar o tratamento isonômico dos acionistas minoritários⁵⁹. Assim, desde que comprovada a manobra, o valor adicional pago ao alienante do controle pelas ações preferenciais deverá ser computado no cálculo do preço a ser ofertado aos destinatários da OPA.

É crucial ressaltar, todavia, que nem sempre a aquisição de ações preferenciais por preço acima do mercado representará fraude ao tratamento equânime dos acionistas minoritários, devendo as peculiaridades de cada caso concreto ser examinadas com cautela.

58 SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário*, cit., pp. 447-450.

59 SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário*, cit., pp. 88-89.

Assim, o Colegiado da CVM já reconheceu que, por vezes, a aquisição de “pacote de ações”, incluindo ordinárias e preferenciais, pode ser legítima, ainda que as preferenciais sejam adquiridas por valor acima do mercado, com atribuição do mesmo preço às duas espécies de ações. A princípio, “a identificação do chamado ‘sobrepço’ no pagamento das ações PN, na venda em conjunto com as ações representativas do controle de uma companhia aberta, seria um indício de uma tentativa de se reduzir o cálculo do ‘tag along’, conforme a previsão da Lei”. Não obstante, “a constatação do ‘sobrepço’ é apenas um indício, o que não exige a autarquia de analisar os demais fatores que envolveram a negociação de aquisição de controle”. Deste modo, quando há justificativas razoáveis para a utilização do mesmo valor na aquisição das ações ordinárias e preferenciais – por exemplo, razões negociais –, a aquisição das segundas por valor acima do mercado não significará tentativa de manipulação do preço das ações ordinárias⁶⁰.

60 Processo Administrativo 2092/2011, relativo à alienação do controle da Vivo. No voto, lê-se: “o presente caso envolve discussão já realizada em situações passadas, acerca de uma possível manobra para reduzir a base de cálculo do *tag along*, previsto no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76. (...) [O] caso ‘Trafo’, citado pelas partes e pela área técnica, consolidou o entendimento da autarquia – anteriormente manifestado no caso ‘Arcelor’ – no sentido de que é preciso mais do que a constatação do ‘sobrepço’ para que se caracterize a tentativa de burla à lei. (...) Não se pode ignorar, portanto, a possibilidade de imposição, por parte do vendedor do controle, para que o negócio envolva a totalidade de ações por ele detidas, independentemente do tipo de cada uma delas. Essa imposição pode ocorrer, por exemplo, nos casos em que o detentor do controle pretenda, com a venda, se desvencilhar completamente da companhia. E essa hipótese, ao que tudo indica, se aproxima das explicações dadas pela Telefónica para a negociação das ações da Vivo, com a Portugal Telecom, pelo mesmo preço para os tipos ON e PN. De fato, a Telefónica apresentou justificativa bastante pertinente ao explicar o porquê da compra do ‘pacote’ de ações ON e PN detidas pela Portugal Telecom: o principal objetivo do negócio, de integrar as atividades de telefonia móvel (Vivo) e fixa (Telesp, também controlada pela Telefónica), não seria possível enquanto a Portugal Telecom, que pertence a outro grupo de telefonia da Europa, mantivesse sua participação na Vivo. (...) Entendo que há justificativas razoáveis para a utilização do mesmo valor, pela Telefónica, na aquisição das ações ON e PN da Vivo. (...) Não vislumbro tentativa de manipulação do preço das ações ON adquiridas pela Telefónica, para efeito de subversão do cálculo do *tag along* na OPA que será realizada” (Trecho do voto do relator diretor Alexandro Broedel Lopes, em 17.03.2011). Vale conferir, a respeito, a seguinte notícia: “Passe de mágica: compra da Trafo pela Weg lança suspeita de que

A aquisição de preferenciais não é o único artifício utilizado para diluir o preço real pago pelo adquirente do controle. Para Roberta Nioac Prado, “qualquer operação paralela à venda de controle, realizada entre as partes, deveria, ao menos em tese, ser analisada a fim de identificar outras fórmulas que os contratantes podem ter encontrado para se furtarem à incidência do art. 254-A”⁶¹. No julgamento do Processo Administrativo 1996/2007, o então presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, aventou a possibilidade de diluição do prêmio de controle mediante a assunção de dívida do alienante pelo adquirente: “(...) mecanismos outros, como, por exemplo, a assunção de dívidas do vendedor, podem ser utilizados para camuflar parcela do preço, tanto em ofertas por alienação indireta como direta”. Carlos Augusto Junqueira de Siqueira, por sua vez, concebe outras hipóteses que, em tese, poderiam configurar pagamento disfarçado do prêmio do controle, como a retenção, pelo antigo controlador, de pequeno lote de ações, e posterior alienação ao adquirente do controle, de forma privada, por preço unitário superior ao praticado na alienação do bloco de controle⁶².

pagamento de valor idêntico por ações ON e PN seja um truque para reduzir o ‘tag along’ (YOKOI, Yuki. Disponível em , acesso em 17.01.2012).

61 *Oferta Pública de Ações obrigatória nas S.A.*, cit., pp. 283-286.

62 *Transferência do controle acionário*, cit., pp. 414-415. É possível encontrar outros exemplos de diluição do prêmio do controle na obra antes referida e também em: EIZIRIK, Nelson. *Sociedades Anônimas: jurisprudência*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 744-745. Vale conferir, ainda, os seguintes precedentes da Comissão de Valores Mobiliários: Processo Administrativo 7915/2002 – Neste caso, a aquisição do controle ocorreu em leilão extrajudicial. Inicialmente, o adquirente do controle entendeu que deveria considerar, para cálculo do preço da OPA, apenas o valor de 14 milhões de reais. Isto porque, apesar de ter desembolsado 20 milhões no leilão, acreditava que 6 milhões seriam referentes à aquisição de um crédito, e 14 milhões referentes ao preço de aquisição das ações integrantes do bloco de controle. A discussão foi objeto de procedimento arbitral, que determinou que o preço de aquisição do controle foi de 20 milhões, e não 14. Com isso, o adquirente refez os cálculos e submeteu à CVM a OPA tomando por base o preço de 20 milhões. Ainda assim os minoritários ficaram inconformados, por entenderem que deveria integrar o preço de aquisição, também, outros valores, o que foi negado pela CVM: “eventual dívida de acionistas com a companhia não pode ser tratada como participação societária, devendo ser desconsiderado o valor da dívida da controladora Conepar na soma do valor das ações da Ciquine” (Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, em

Assim como já se tem reconhecido, nos últimos anos, que a aquisição de ações preferenciais por preço acima do mercado não representa, necessariamente, tentativa de burlar o direito dos minoritários, os demais exemplos citados no parágrafo anterior, igualmente, não representarão, por si só, tentativa de diluição do prêmio de controle, em prejuízo aos destinatários da oferta pública. É preciso verificar, no caso concreto, se realmente foi este o objetivo das partes.

8. Conclusão

Após breve análise acerca do histórico da OPA no Brasil, da definição de “alienação de controle”, para efeito da incidência do artigo 254-A, dos destinatários da oferta pública, da alternativa da oferta de prêmio, da forma de pagamento aos destinatários da oferta e da tentativa de diluição do prêmio de controle, é possível concluir que a oferta pública obrigatória para aquisição de ações, tal como atualmente prevista no ordenamento jurídico brasileiro, é mais um mecanismo de proteção aos acionistas não controladores com direito de voto das companhias abertas⁶³. É importante, contudo, compatibilizar

01.04.2003) –; e Processo Administrativo 3296/2007 – O caso concreto versava sobre oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta. Mesmo assim, ao longo dos votos, forem feitas considerações a respeito da OPA do artigo 254-A, a exemplo da seguinte: “somente os elementos que compõem o preço devem ser utilizados no cálculo do valor a ser ofertado aos demais titulares de ações ordinárias” (Diretor Marcos Barbosa Pinto, em 31.10.2007).

63 A oferta pública, da forma como prevista no ordenamento jurídico brasileiro, não está imune às críticas. Para Mauro Rodrigues Penteado, por exemplo, não se justifica a restrição do tratamento isonômico aos acionistas minoritários de companhias abertas, tendo em vista que, “nas companhias fechadas os acionistas minoritários encontram maiores dificuldades para vender as suas ações, a preços equitativos” (“Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas”, cit., p. 17). Já para Arthur Bardawil Penteado, a dificuldade em conceituar de maneira inequívoca o que seja alienação de controle para fim de aplicação do artigo 254-A é um entrave às negociações: “[a] redação circular desse § 1º dificulta a determinação concreta da alienação de controle que obriga a realização de oferta pública de aquisição de ações, trazendo como consequência, além de enorme insegurança jurídica, problemas para a avaliação da viabilidade econômica das operações de alienação de ações, já que o adquirente não poderá precisar o montante de capital necessário para implementar a operação. Portanto, a já

a proteção dos destinatários da OPA com os interesses legítimos do alienante do controle, na forma prevista pela legislação societária. Assim, diante de cada situação concreta, a análise acerca da exigibilidade da oferta pública deverá ser realizada com bastante cautela.

complexa análise da viabilidade econômica da operação ganha agora, com a introdução desse indigitado dispositivo, ingrediente que poderá obstar a realização de operações de aquisição de ações ou de controle de companhia aberta” (“CVM – decisão administrativa sobre alienação de controle- ações vinculadas a acordo de acionistas – o caso Votorantim (jurisprudência comentada)”. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. V. 126. São Paulo: Malheiros, abr./jun. 2002, pp. 186-187).