



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

**OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE: ANÁLISE
DE HIPÓTESES DE TRANSFERÊNCIA DE
PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA POR INTEGRANTES
DE BLOCO DE CONTROLE DE COMPANHIA
ABERTA**

por

CAMILLA DE OLIVEIRA PENNA TAVARES

ORIENTADOR: Francisco Antunes Maciel Müssnich

2009.2

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

**OPA POR ALIENAÇÃO DE
CONTROLE: ANÁLISE DE HIPÓTESES
DE TRANSFERÊNCIA DE
PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA POR
INTEGRANTES DE BLOCO DE
CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA**

por

CAMILLA DE OLIVEIRA PENNA TAVARES

Monografia apresentada ao
Departamento de Direito da Pontifícia
Universidade Católica do Rio de
Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do
Título de Bacharel em Direito.

Orientador: Francisco Antunes
Maciel Müssnich

2009.2

À Little, minha grande companheira
nessa longa jornada que agora chega
ao fim.

Agradeço a todos aqueles que contribuíram para a conclusão de mais esta etapa: meus pais, por todas as oportunidades e dedicação que me trouxeram até aqui; Paulo, pela paciência, apoio e carinho de sempre; meus avós, que mesmo de longe, acompanharam e comemoraram todas as conquistas; meus irmãos, pelo companheirismo de todos os dias.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar as principais hipóteses de transferência de participação acionária por integrantes de bloco de controle de companhia aberta em que não ocorre a alienação do controle e, portanto, não há a obrigatoriedade de realização de oferta pública para aquisição de ações. Inicialmente, será analisado o conceito de poder de controle segundo a doutrina e a legislação societária brasileira. Nesse âmbito, também será apresentado um breve estudo acerca das formas de aquisição e alienação de controle. Posteriormente, tratar-se-á da oferta pública de aquisição de ações por ocasião da alienação de controle de companhia aberta, prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76 e na Instrução nº 361/02 da Comissão de Valores Mobiliários. Com base nesses elementos, será abordada a questão da não obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição em determinadas hipóteses de transferência de participação acionária por integrantes do bloco de controle de companhia aberta. Frise-se, desde logo, que este trabalho não visa tratar do tema exaustivamente, mas tão somente das situações mais recorrentes no mercado de capitais brasileiro, especialmente à luz de decisões do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários.

Palavras-chave:

Poder de Controle – Controle compartilhado – Alienação de controle – Companhia aberta – Oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle – Transferência de participação acionária por integrante de bloco de controle

Sumário

1. Introdução	7
2. Poder de Controle segundo a doutrina.....	9
3. O poder de controle na legislação societária brasileira	20
4. Aquisição de Controle	25
5. Alienação de Controle	28
6. A OPA obrigatória por alienação de controle de companhia aberta.....	33
7. Análise de algumas hipóteses de transferência de participação acionária por integrantes de bloco de controle de companhia aberta	38
8. Conclusão.....	47
9. Bibliografia	49

1. Introdução

O presente trabalho tem por objetivo a análise de situações em que é possível ocorrer a transferência de participação acionária por acionistas integrantes de bloco de controle de companhia aberta sem a necessidade de realização de oferta pública obrigatória de aquisição de ações (“OPA”), nos termos do art. 254-A da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”).

Para a construção da argumentação que fundamenta o presente trabalho, é essencial que se compreenda o conceito de poder de controle. Portanto, previamente ao estudo do tema propriamente dito, faz-se necessário um breve estudo acerca do poder de controle segundo o entendimento da doutrina majoritária brasileira e à luz da legislação societária brasileira.

A necessidade de realização de OPA em razão da alienação do controle de companhia aberta é objeto de recorrentes discussões na doutrina e especialmente no âmbito de decisões da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), tendo em vista o grande número de transações envolvendo companhias abertas realizadas nos dias de hoje.

De fato, a discussão ganhou maior relevância em razão do recente processo de crescimento do mercado de capitais brasileiro, impulsionado pela busca das companhias por capitalização junto ao público investidor, por meio de emissão de ações e outros valores mobiliários.

Nesse cenário, verifica-se um processo de consolidação de diversos setores da economia brasileira, o qual ocorre invariavelmente no âmbito de reorganizações societárias. Multiplicam-se, portanto, as operações de fusão, aquisição e incorporação envolvendo companhias abertas, e,

conseqüentemente, em alguns casos, surge a necessidade de realização de ofertas públicas por alienação de controle.

Obviamente, discussões surgiram – e outras certamente surgirão – acerca da efetiva ocorrência da alienação do controle prevista na lei societária. Especialmente porque, sob a ótica do custo da operação, a necessidade de realização de uma OPA para adquirir as ações dos demais acionistas com direito a voto representa um gasto adicional substancial para o terceiro adquirente.

Nesse âmbito, o presente trabalho tem por objetivo analisar algumas hipóteses – as mais comuns na realidade do mercado brasileiro – em que é possível a transferência de participação acionária por acionistas controladores de companhia aberta sem que haja a obrigatoriedade de realização de OPA para aquisição das demais ações com direito a voto, justamente em razão de não caracterizar-se a alienação de controle.

2. Poder de Controle segundo a doutrina

Previamente à análise do poder de controle à luz da legislação societária brasileira, cabe apresentar o entendimento da doutrina majoritária brasileira acerca do tema, conforme exposto a seguir.

2.1. Formas de Exercício do Poder de Controle

2.1.1. Controle Individual

O controle individual é aquele exercido por um único acionista, seja ele pessoa física ou jurídica. Verifica-se o controle individual nos casos em que um único acionista é capaz de, isoladamente, determinar os rumos da companhia.

O controlador individual não é, necessariamente, titular da maioria das ações votantes, mas ele deverá deter, efetivamente, “a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”, nos termos do art. 116 da Lei das S.A.

2.1.2. Controle Compartilhado

Esta forma de exercício do poder de controle é a mais relevante para o presente trabalho, tendo em vista que o tema abordado trata justamente de transferência de participações acionárias por acionistas integrantes de bloco de controle.

Há companhias em que as ações estão de tal forma dispersas no mercado que nenhum acionista consegue, isoladamente, impor sua vontade, seja porque não detém mais da metade das ações ordinárias, seja porque sua

participação não supera a de outros acionistas em percentual suficiente para prevalecer, isoladamente, nas deliberações da assembléia geral.

Segundo Marcelo Bertoldi, “quando isto ocorre, é inevitável que os acionistas se aglutinem em torno de interesses comuns, constituindo um bloco que adote posições convergentes, exprimindo uma vontade social única que prevaleça principalmente nas assembléias”.¹

Portanto, o controle compartilhado é aquele exercido por grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum que exercem coletivamente os direitos e deveres inerentes ao comando da companhia.

Muito embora a legislação brasileira não contemple a hipótese, tal acordo não assumirá necessariamente a forma escrita, o que já foi objeto de diversas manifestações da CVM, conforme parecer de sua Superintendência Jurídica a seguir transcrito:

“No seio das sociedades controladoras, exsurge a questão do controle conjunto, o qual pode ser organizado via acordo de acionistas, escrito ou tácito, averbado ou não nos livros de registro da companhia e nos certificados de ações. (...) É de se salientar a possibilidade, aliás frequente, da constituição de grupos unidos por laços de parentesco ou amizade, que mesmo prescindindo da formalização e da observância dos requisitos legais de publicidade apresentam-se eficazes na concentração do poder de comando”.²

Por outro lado, deve-se considerar também que o só fato de um acionista fazer parte de acordo firmado com o acionista controlador não implica, necessariamente, na sua qualificação como integrante do bloco de controle, tampouco na existência de controle compartilhado.

¹ BERTOLDI, Marcelo M. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima – Alguns Aspectos*. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XXXIX (abril-junho/2000), nº 118, p. 74.

² Parecer/CVM/SJU n. 014 – 09.02.1984, disponível no site www.cvm.gov.br.

Tal entendimento foi igualmente objeto de manifestações por parte da CVM, conforme parecer da Procuradoria Federal Especializada em que se expôs entendimento no sentido de que:

“o simples fato de determinado acionista firmar acordo com o acionista controlador não lhe confere, automaticamente, o status de acionista controlador, uma vez que esse tipo de avença pode visar, tão-somente, o estabelecimento de mecanismos de proteção de interesses puramente patrimoniais do acionista minoritário, passando ao largo de uma efetiva disciplina de compartilhamento do poder de controle, que permanece concentrado nas mãos do acionista controlador”.³

Ressalte-se, por fim, que por se tratar de exercício coletivo, nenhum acionista integrante do grupo de controle, agindo individualmente, pode exercer o poder de controle. Logo, o poder de controle não pode ser considerado uma simples derivação da vontade individual e isolada de um acionista integrante do bloco de controle. Nas palavras de Nelson Cândido Motta:

“O poder de controle é atributo e prerrogativa do grupo considerado coletivamente, e não de qualquer dos seus participantes considerado isoladamente. O só fato do acionista precisar do grupo para integrar o controle é suficiente para demonstrar que sozinho ele não pode exercer esse poder”.⁴

Conclui-se, portanto, que o poder de controle compartilhado decorre de situação fática e sua caracterização deve ser minuciosamente analisada à luz das circunstâncias do caso concreto.

2.1.3. Sociedades sob Controle Comum

As sociedades sob controle comum encontram respaldo legal no art. 243, § 2º da Lei das S.A., que considera o poder de controle um poder

³ Despacho ao MEMO/PFE-CVM/GJU-2/No 104/05, disponível no site www.cvm.gov.br.

⁴ MOTTA, Nelson Cândido. *Alienação do Poder de Controle Compartilhado*. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XXXII (janeiro-março/1993), nº 89, p. 43.

único, podendo ser exercido direta ou indiretamente, neste último caso, quando há sociedades intermediárias.

Nas sociedades sob controle comum, a figura do controlador ou do grupo de controle não se encontra entre os acionistas da companhia. Verifica-se um exercício indireto do poder de controle, por meio da interposição de sociedades. Ou seja, há um controlador final, que age por meio de sociedade ou sociedades controladas, cabendo a estas últimas manifestar a vontade do controlador indireto na companhia da qual são acionistas.

Trata-se de situação peculiar, pois a relação de poder que rege a sociedade é externa. Isso significa que o processo decisório ocorre não na própria sociedade, mas em instância superior, no âmbito das sociedades *holdings* intermediárias.

Dessa forma, os órgãos de deliberação da companhia simplesmente ratificam as decisões tomadas pelo acionista controlador indireto no âmbito das sociedades controladas intermediárias. É justamente o que ensina José Luiz Bulhões Pedreira:

“Controle indireto é modalidade de poder própria de um grupo ou estrutura de sociedade. 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 sociais de outra sociedade”.⁵

2.2. Formas de Controle

Afirma Marcelo Bertoldi que “no Direito brasileiro, pode-se dizer que há um marco na doutrina a respeito deste assunto [poder de controle],

⁵ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/A*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. 2º Volume. p. 625.

que é estabelecido pelos estudos do Prof. Fabio Konder Comparato (...)”.⁶

De fato, em nossa doutrina, a classificação das formas de poder de controle mais utilizada é aquela de autoria do Prof. Fábio Konder Comparato, em sua célebre obra “O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas”.

Tal classificação divide o poder de controle em interno e externo, tendo o primeiro as seguintes modalidades: totalitário, majoritário, minoritário e gerencial.

2.2.1. Controle Interno

O poder de controle é interno quando a pessoa física ou jurídica que o exerce se encontra no interior da companhia, seja na assembléia geral ou em órgãos da administração. É com base nessa realidade que a doutrina majoritária propõe a divisão do controle interno em quatro espécies, as quais são tratadas a seguir.

Controle Totalitário: trata-se de espécie de controle presente nas sociedades de um único sócio – ressalte-se, admitidas em nosso direito apenas em caráter excepcional –, bem como nas subsidiárias integrais. Em ambos os casos, verifica-se que a titularidade das ações e o controle são coincidentes. Nas palavras de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, o controle totalitário existe quando “nenhum acionista é excluído do poder de dominação da sociedade”.⁷

⁶ BERTOLDI, Marcelo M. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima – Alguns Aspectos*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XXXIX (abril-junho/2000), nº 118, p. 68.

⁷ COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas*. 5ª edição. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008. p. 59.

Não existe, portanto, nas sociedades em que há controle totalitário, qualquer conflito de interesses, pois o consentimento é sempre unânime. No entender de referidos autores:

“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. (...) 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.”⁸

Controle Majoritário: trata-se de espécie de controle interno presente nas sociedades em que o poder de comando pertence a quem detém a maioria das ações com direito a voto. O controlador pode ser apenas um acionista, pessoa física ou jurídica, mas também pode se caracterizar num conjunto ou associação de acionistas, a qual pode, inclusive, ser temporária.

O poder de controle majoritário é espécie eleita por todas as legislações societárias, em razão da preponderância do princípio majoritário. De fato, é a forma de controle que melhor de encaixa na realidade das sociedades anônimas, pois numa companhia com grande número de acionistas, torna-se inviável a aplicação da regra do consentimento unânime nas deliberações sociais.

Nesse sentido, comentam José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho:

“CONDIÇÃO DE FUNCIONAMENTO DA COMPANHIA – O funcionamento das sociedades por ações não prescinde do princípio majoritário: exigir-se o consenso unânime dos acionistas seria a imobilização da sociedade. Em verdade – observa D’OTHÉE (1962, v.1, p. 363) – toda organização coletiva baseada

⁸ COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas*. 5ª edição. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008. p 53.

sobre uma comunidade de interesses recíprocos está obrigada à adoção do regime majoritário para a tomada de decisões. (...)”⁹

Contudo, há de se notar que a sujeição da minoria às decisões da maioria não ocorre de forma coercitiva. Primeiramente, lembra Fábio Konder Comparato, que a constituição da sociedade exige consentimento unânime de todos os sócios. Portanto, todos os acionistas, no momento em que aprovam a constituição da sociedade, estão automaticamente aderindo à regra do princípio majoritário.

Obviamente, o legislador atentou-se também para o fato de que há situações em que as conseqüências das deliberações da maioria são de maior gravidade e, em razão disso, estabeleceu hipóteses em que os acionistas minoritários dissidentes poderão retirar-se da sociedade mediante reembolso de suas ações.

Não menos importante é a possibilidade que tem o acionista minoritário de agir isoladamente em determinadas situações. É o caso, por exemplo, da regra do art. 159, §4º da Lei das S.A., que confere a acionistas representativos de 5% do capital social o direito de propor ação de responsabilidade civil contra o administrador da sociedade.

Ressalte-se, inclusive, que o poder de controle majoritário é classificado em absoluto ou simples, conforme a atuação da minoria no sentido de restringir o poder de controle majoritário, nas situações acima descritas.

Controle Minoritário: essa espécie de poder de controle interno se verifica nas companhias com grande pulverização acionária ou naquelas em

⁹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/A*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. 1º Volume, p. 229.

que, existindo acionista controlador, este não exerce efetivamente esse poder e os demais acionistas não comparecem à assembléia com frequência.

Nesses casos, surge a possibilidade de exercício do controle por titular ou titulares de menos de 50% das ações de emissão da companhia, seja por meio da reunião de diversos acionistas minoritários, seja por um acionista detentor de participação relevante, embora minoritária, que possa exercer sozinho, o poder de controle da companhia.

Em tal situação, o controle somente poderá ser aferido no caso concreto, conforme afirma Roberta Nioac Prado:

“Esta espécie de exercício de poder de controle pode ser também denominada ‘controle de fato’, pois não há situação de direito, tal qual ocorre em relação ao poder de controle majoritário, que assegure ao seu titular o controle efetivo e permanente da companhia. Ou seja, seu poder de controle dependerá de outras variáveis, tais como a maioria das ações com direito a voto, de emissão da companhia, se encontrar pulverizada no mercado”.¹⁰

Controle Administrativo ou Gerencial: é a forma de controle fundada não na titularidade de ações de emissão da companhia, mas no poder gerencial, que se subsuma no fato de que os administradores detêm conhecimento privilegiado acerca dos negócios e da situação da companhia.

Não basta, porém, essa circunstância, para que os administradores tomem para si o poder de controle. Tal situação só é possível nas sociedades com grande pulverização acionária, em que tamanha é a dispersão acionária que os administradores efetivamente têm condições de assumir o controle de fato da companhia. Em outras palavras:

“Nessas sociedades, é possível que o núcleo de poder se transporte da assembléia geral para o grupo de administradores. Observa-se então nesses casos, um fenômeno de todos conhecido, que é o fato de que a soberania exercida em nome

¹⁰ PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

do povo (acionistas, no caso), é, de fato concentrada nas mãos de quem detém o poder executivo”.¹¹

A forma mais comum de surgimento do poder de controle administrativo é a utilização de mecanismos de representação dos acionistas nas assembléias. A esse respeito, afirma José Alexandre Tavares Guerreiro:

“Exemplo clássico da dissociação entre propriedade e controle, o chamado poder gerencial acentua, de maneira particularmente ilustrativa, instituição de uma possível dominação burocrática em que a crença na legitimidade, de forma mais intensa, depende da estrutura formal da sociedade anônima e dos mecanismos legais capazes de assegurar o domínio. Dentre esses últimos, avultam os pedidos de procurações (*proxy solicitations*), formulados pelos administradores para se manterem no poder, e admitidos por nossa lei de 1976 (art. 126, §2º). Mas é imperioso reconhecer que o *management control* somente se estabiliza (e propicia a dominação) quando tem o suporte das *proxies*, ou seja, quando não lhe falta o apoio dos acionistas”.¹²

Segundo Comparato e Salomão Filho, há ainda duas espécies de controle administrativo, quais sejam: o poder de controle exercido por fundações, pois “se uma fundação é acionista controladora da sociedade anônima, o titular do controle, em última análise, é o conjunto dos administradores da fundação”¹³, e o controle administrativo de direito, que surge com a previsão “(...) em estatuto, além da composição da Diretoria e do Conselho de Administração, todas as matérias relevantes para os negócios sociais, atribuindo poderes de direção desses negócios sociais aos órgãos da administração”.¹⁴

Por fim, cabe ressaltar que além de não ser reconhecido pela legislação societária brasileira, pois exige-se que o controlador seja “titular de direitos de sócio”¹⁵, o poder de controle gerencial ainda não se verifica

¹¹ COMPARATO, Fábio Konder. *Grupos Societários e Poder de Controle*. In. Revista de Direito Público, nº 37-38, ano VII. p. 407.

¹² GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sociedade Anônima: Poder e Dominação*. In. Revista do Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 53, ano XXIII (janeiro/março 1984). p. 78.

¹³ COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle nas sociedades anônimas*. 4ª edição. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005. p. 73.

¹⁴ *Ibid.*, p. 73.

¹⁵ Art. 116 da Lei das S.A.

nas companhias brasileiras, apesar do crescimento do número de companhias com grande dispersão acionária.

2.2.2. Controle Externo

“O poder de controle é externo quando seu titular está fora do mecanismo societário”.¹⁶ Ou seja, o controle não é exercido por meio do voto, tampouco se verifica na assembléia geral.

Seu fundamento reside não no poder, mas na capacidade de exercer “influência dominante” nos negócios da companhia. Nesse sentido, afirma Marcelo M. Bertoldi:

“(…) a empresa moderna está sempre sujeita a diversas formas de controle que se originam fora dela, isto ocorre sempre que fenômenos externos venham a alterar significativamente os rumos normais da vida societária”.¹⁷

Contudo, não é qualquer influência externa que configurará o efetivo controle externo. Devem estar presentes os seguintes requisitos: (a) influência de ordem econômica; (b) influência extensiva a toda a atividade desenvolvida pela empresa controlada; (c) existência de estado de subordinação permanente ou, pelo menos, duradouro; e (d) impossibilidade para a controlada de subtrair-se à influência, sem séria ameaça de sofrer grave prejuízo econômico.¹⁸

Atualmente, especialmente em razão da recente crise financeira mundial, não são raras situações em que as sociedades recorrem a financiamentos para se capitalizar. Nesses casos, afirma Comparato, “em

¹⁶ COMPARATO, Fábio Konder. *Grupos Societários e Poder de Controle*. In: Revista de Direito Público, nº 37-38, ano VII. p. 407.

¹⁷ BERTOLDI, Marcelo M. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima – Alguns Aspectos*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XXXIX (abril-junho/2000), nº 118, p. 65.

¹⁸ PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do Poder de Controle Acionário*. São Paulo: Editora Saraiva, 1995. p. 14.

razão do seu direito de crédito, cuja execução forçada pode levar a companhia à falência, o credor passa, muitas vezes, a dominar a devedora, comandando a sua exploração empresarial”.¹⁹

Além desta, diversas outras situações são citadas pela doutrina como caracterização do poder de controle externo. Infere-se, portanto, que o poder de controle externo decorre sempre de uma situação de fato e não de direito.

Cumpre mencionar, por fim, que essa forma de poder de controle, tal como o controle administrativo, não está contemplada na legislação societária brasileira, visto que o art. 116 da Lei das S.A. estabelece como um dos requisitos caracterizadores do acionista controlador a titularidade de direitos de sócio.

¹⁹ COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. cit.*, p. 90-91.

3. O poder de controle na legislação societária brasileira

A disciplina legal do poder de controle em nosso ordenamento jurídico ocorreu a partir da edição da Lei das S.A, que não define o que seja controle, mas traz, em seu art. 116, o conceito de acionista controlador:

“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

É a partir daí que se pode extrair a noção de controle societário, que diz respeito ao poder efetivo de direção dos negócios sociais. Na caracterização do controle societário, como se verá, assume maior importância o caráter fático e substancial, mais do que meramente formal, pois o controlador exerce o poder na realidade social.

3.1. Caracterização do acionista controlador

De acordo com referido dispositivo legal, o acionista controlador é aquele que detém a titularidade de direitos de sócio que lhe assegurem, em caráter permanente, a maioria de votos nas deliberações assembleares, bem como o poder de eleger a maioria dos administradores.

Ainda, o controlador – que pode ser pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas sob controle comum ou ligadas por acordo de voto – deve fazer uso de seu poder de maneira efetiva, com o fito de orientar ou dirigir

as atividades sociais e o funcionamento dos órgãos da companhia. É essa a lição de José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho:

“O poder de controle da sociedade anônima, previsto no art. 116, não é poder jurídico contido no complexo de direitos conferidos pela propriedade das ações ordinárias, isto é, cada ação apenas confere o direito de um voto. Muito pelo contrário, o poder de controle da Lei das S.A. nasce do fato da reunião na mesma pessoa (ou de um grupo de pessoas) da quantidade de ações cujos direitos de voto, quando exercidos em conjunto num mesmo sentido, formam a maioria nas deliberações da assembléia geral de acionistas”.²⁰

Vê-se que o poder de controle funda-se, em regra, na titularidade de direitos de sócio, ou seja, a Lei das S.A. exclui de pronto o controle administrativo e o controle externo, conforme explicitado no capítulo anterior. No entanto, a lei não assegura o poder de controle ao acionista que detém mais da metade do capital votante apenas.

Isto porque, ainda que a posse da maioria das ações votantes possa, via de regra, garantir que se verifique em caráter permanente a prevalência nas deliberações assembleares, o poder de controle nasce não da mera propriedade das ações, mas do seu efetivo exercício.

Mais do que simplesmente deter direitos de sócio – leia-se, direitos de voto e de eleição de administradores – o controle deverá ser exercido com estabilidade. Em outras palavras, reconhece-se a permanência e a efetividade como requisitos complementares, mas não menos fundamentais.

Assim, para ser caracterizado como controlador, o acionista deverá exercer seu poder efetiva e permanentemente, e não de maneira meramente eventual, como já se manifestou a CVM:

“Outro ponto importante desse primeiro requisito é a necessidade de permanência no poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer

²⁰ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/A*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. 2º Volume, p. 620.

prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissa nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea "a" do art. 116, embora preencha o da alínea "b". Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115)".²¹

A doutrina e jurisprudência brasileiras partilham o entendimento segundo o qual essa exigência é uma questão de fato, e como tal, de comprovação muitas vezes difícil. É o que ocorre no caso de controle minoritário ou de o acionista não integrar os quadros da administração da companhia, hipóteses objeto de análise mais profunda no capítulo anterior.

A exigência do exercício efetivo justifica-se especialmente nas hipóteses em que o controle é minoritário, uma vez que não se trata de uma verificação objetiva e automática. Mesmo diante dos requisitos que formalmente seriam capazes de identificar o acionista controlador, na prática, pode acontecer de não ser possível apontar este ou aquele acionista como controlador.

O poder de controle reveste-se, assim, de um caráter de perenidade, estando concentrado nas mãos de um ou de mais acionistas – unidos em grupo, sob controle comum ou por força de acordo de acionistas. O controle detido esporadicamente não está abrangido no conceito de acionista controlador previsto na Lei das S.A. Nesse sentido, confira-se a lição de Modesto Carvalhosa:

“O controle deve ser ativo e não passivo, não se confundindo, pois, nesse novo contexto, com o acionista majoritário, que se limita a arriscar seu investimento

²¹ Voto do Diretor Pedro Márcilio de Sousa no Processo CVM RJ nº 2005/4069, disponível no site <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4788-0.HTM>.

pessoal em ações da companhia, sem, no entanto, exercer poder efetivo sobre ela”.²²

Esse último requisito é essencial para que os investidores do mercado de capitais possam decidir sobre investir ou não em determinada companhia. Isto porque, com exceção das companhias com controle gerencial – ressalte-se, ainda inexistentes no Brasil –, a percepção do mercado com relação ao sucesso de determinada companhia está diretamente relacionada à atuação do seu controlador ou grupo de controle.

Daí a Lei das S.A. conferir ao acionista minoritário o direito de venda conjunta quando da alienação do controle de uma companhia aberta, nos termos do seu art. 254-A: aquele que optou por investir em determinada companhia em razão da atuação de seu controlador ou grupo de controle, na hipótese de alienação do controle da mesma a terceiro, deve ter igual direito de se retirar de tal companhia.

Há que se destacar, ainda, o disposto art. 243, §2º da Lei das S.A, que estabelece os mesmos critérios do art. 116 para a definição de sociedade controladora e sociedade controlada, mas também faz menção à possibilidade de o controle ser exercido indiretamente, através de controladas, *in verbis*:

“Art. 243 § 2º 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.”

Cumprido ressaltar, a respeito de tal dispositivo, que nos casos em que o poder de controle é exercido por pessoas jurídicas, a Lei das S.A. não exige expressamente o uso efetivo do poder conferido pela titularidade das

²² CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, vol. 4, tomo 2, 2003. p. 490.

ações para configuração do poder de controle. Desta forma, há autores que sustentam que:

“a prova do uso efetivo do poder de controle só é necessária para identificar o acionista controlador – pessoa física, sendo dispensável no relacionamento entre sociedades, para caracterizar a sociedade controladora ou de comando, visto que em tais hipóteses o referido exercício é sempre presumido ou suposto”.²³

O disposto no art. 243, § 2º é de grande relevância na medida em que é comum a existência de sociedades com composição acionária complexa em que o controlador ou grupo de controle atue por meio de sociedades *holdings*.

Em suma, pode-se conceituar o poder de controle, à luz da Lei das S.A., como o poder de determinar as deliberações da assembléia geral da companhia, como ensina Fábio Konder Comparato:

“Resumindo e concluindo, o núcleo da definição de controle na sociedade anônima reside no poder de determinar as deliberações da assembléia geral. Controle interno haverá toda vez que esse poder estiver em mãos de titulares de direitos próprios de acionista, ou de administradores, pessoas físicas ou jurídicas, isoladamente ou em conjunto, de modo direto ou indireto. É esta, a nosso ver, a *regula juris*, que, como *brevis rerum narratio*, segundo a elegante expressão de Paulo, dá conta do fenômeno jurídico examinado”.²⁴

²³ PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 76, ano XXVIII (out./dez. 1989), p. 16. Neste sentido se posicionam José Washington Coelho, Paulo Vallim Lobo e Fábio Konder Comparato, cf. PENTEADO, Mauro Rodrigues. op. cit., p. 24, nota 5.

²⁴ COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas*. 5ª edição. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008. p. 88.

4. Aquisição de Controle

Segundo a doutrina nacional, a aquisição do controle de uma companhia pode ocorrer de duas formas: há a aquisição originária quando surge um controlador numa companhia em que o poder de controle se encontra diluído nas mãos de um grande número de acionistas; por outro lado, a aquisição derivada ocorre nas situações em que há a transferência de um controle preexistente, de um controlador ou grupo de controle para outrem.

4.1. Aquisição originária

A aquisição originária do poder de controle se dá quando surge um novo controlador sem qualquer vinculação com o controle exercido anteriormente, seja numa situação em que não há controle claramente estabelecido, seja quando o controle é minoritário.

Uma das formas de aquisição originária do controle é a oferta pública de aquisição de controle, ou *take over bid*, na legislação americana, regulada nos arts. 257 e seguintes da Lei das S.A. A respeito dessa modalidade de aquisição originária, afirma Carlos Augusto da Silveira Lobo:

“A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta é uma proposta irrevogável de contratar a compra e venda ou a permuta de ações com direito a voto de uma companhia aberta, em quantidade suficiente para assegurar ao adquirente o controle da companhia, dirigida indistintamente a todos os titulares dessas ações por meio de publicação em jornal de grande circulação”.²⁵

A aquisição originária também pode ocorrer com a chamada “escalada em bolsa de valores”, ou *hostile take over*, no direito americano. Trata-se da aquisição, gradual e progressiva, de pequenas quantidades de

²⁵ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. In *Direito das Companhias* / coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 2.030-2.031.

ações no mercado, com o objetivo de adquirir o controle de determinada companhia.

A aquisição de controle por essa modalidade encontra obstáculos na regulamentação vigente, em razão do disposto na Instrução CVM 358/02. Tal dispositivo determina que a aquisição de ações que resulte em aumento de participação em percentual superior a 5% deve ser comunicada pelo adquirente à companhia e que esta, por sua vez, deve comunicar tal fato ao mercado. Essa publicidade permite ao controlador tomar medidas para impedir a tomada hostil do controle.

A aquisição originária também pode ocorrer por meio da celebração de acordo de acionistas que vise regular o direito de voto. Esse evento acarreta o surgimento de um bloco de controle que possa fazer prevalecer a sua vontade nas assembléias gerais da companhia, controle esse que antes inexistia.

Segundo José Luiz Bulhões Pedreira, a aquisição originária pode ocorrer inclusive sem que o novo controlador adquira ações para tanto. Isto porque o poder de controle não depende apenas da quantidade de ações detidas, mas também da dispersão acionária da companhia. Afirma o autor:

“A aquisição do poder de controle pode, inclusive, ocorrer sem aquisição de ações: devido à sua natureza de poder de fato, a formação do bloco de controle depende tanto do número de ações possuídas pelo acionista quanto da concentração ou dispersão da propriedade das demais ações da companhia, e o acionista pode adquirir – até involuntariamente – o poder de controle se a sociedade resgata ou reembolsa ações de outros acionistas, ou se o bloco de controle que era possuído por outro sócio desfaz-se mediante repartição da propriedade das ações entre diversas pessoas”.²⁶

Por fim, deve-se ressaltar que às aquisições originárias do controle, das quais resulta a formação de um bloco de controle antes inexistente, não

²⁶ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/A*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. 2º Volume, p. 621.

se aplica o disposto no art. 254-A da Lei das S.A., justamente por não haver controle a ser alienado. Nesses casos, portanto, não é o adquirente obrigado a realizar oferta para aquisição de todas as ações com direito a voto da companhia.

4.2. Aquisição Derivada

Na aquisição derivada, ocorre a transferência do controle de um acionista ou grupo de acionistas a terceiro, acionista ou não da companhia. Pressupõe-se, portanto, a existência de um controle claramente determinado. É imprescindível, também, que haja a participação do controlador nessa transferência, ainda que apenas na forma de consentimento. Do contrário, haveria aquisição originária.

A aquisição derivada que acarreta a transferência do controle, se dá por meio da transmissão da propriedade das ações que asseguram o poder de controle ao acionista ou grupo de acionistas controladores.

O exemplo mais comum de aquisição derivada é a cessão privada do controle por acordo entre as partes, em que o alienante se compromete a transferir ao adquirente (acionista ou não) determinado número de ações que lhe assegurem o exercício do poder de controle e, em contrapartida, o adquirente se compromete a pagar-lhe determinada quantia em dinheiro ou outra forma de remuneração.

É justamente a casos de aquisição derivada que se aplica o disposto no art. 254-A da Lei das S.A., pois há um controle definido e o mesmo é alienado a terceiro, acionista ou não da companhia.

5. Alienação de Controle

A alienação de controle é prevista no § 1º do art.254-A da Lei das S.A., com redação dada pela Lei 10.303/01, que assim dispõe:

“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”. (grifou-se)

Acerca de tal dispositivo, veja-se a afirmação de Carlos Augusto da Silveira Lobo no sentido de que:

“O §1º do artigo 254-A não deve, portanto, ser considerado como uma definição de alienação de controle. Trata-se de uma indicação de hipóteses em que se pode presumir *iuris tantum* a ocorrência de um caso em que a oferta pública é exigível. A efetiva exigência da oferta, não dispensa o aplicador da lei de verificar, diante dos fatos de cada caso em espécie, se cabe ou não exigi-la”.²⁷

A CVM, por sua vez, por meio da Instrução CVM 361/02, regulamentou o art. 254-A, assim dispondo em seu art. 29, §4º:

“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 nele 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 nº 6.404/76”.

²⁷ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Alienação do Controle de Companhia Aberta*. In Direito das Companhias / coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro: Forense, 2009. V. 2. p. 2.009.

Nos dispositivos supracitados, identifica-se três formas de alienação de controle: alienação direta, alienação indireta e alienação em etapas.

5.1. Alienação Direta

A alienação direta é aquela por meio da qual o acionista controlador transfere, a terceiro, ações de sua titularidade em número suficiente a garantir a este o poder de determinar e conduzir os negócios da sociedade, assumindo o adquirente a qualidade de controlador da companhia.

A alienação importa, em realidade, na alienação de um bem diverso das ações; a alienação das ações é mero instrumento para que se alcance a transferência do poder de gerir a companhia – este sim o objeto do negócio jurídico de cessão onerosa de controle.

5.2. Alienação Indireta

A alienação indireta ocorre em companhias cujo controle se manifesta na forma indireta, conforme analisado anteriormente. Assim, a alienação de controle se dá quando o acionista controlador indireto aliena ações da companhia controladora da companhia aberta cujo controle se pretende transferir.

Portanto, são adquiridas ações não da companhia cujo controle se pretende transferir, mas sim da controladora desta. A sociedade intermediária é, como se viu antes neste trabalho, mero instrumento do controlador final.

Em razão disso, tanto o legislador quanto a CVM, nos dispositivos acima transcritos, estabeleceram a obrigação de realizar oferta pública de

aquisição das demais ações com direito a voto quando ocorre a alienação indireta do controle.

Acerca da alienação indireta de controle, esclarece o Diretor da CVM Pedro Marcílio, no Processo CVM nº RJ 2005/4069:

“Este significado inclui, dentre as operações que dão causa à oferta pública, não só a alienação de ações agrupadas em sociedade holding, mas, também, a inclusão de acordos contratuais que impliquem a transferência dos direitos políticos e econômicos do valor mobiliário, sem a transferência da ação (a conferência de usufruto vitalício de voto e dividendos mediante contraprestação em dinheiro ou a celebração de acordo de acionistas, regulando voto e distribuição de dividendos, por exemplo), tenha esse acordo sido celebrado para se evitar a realizar a oferta pública ou mesmo com vistas a outro fim lícito”.²⁸

5.3. Alienação Em Etapas

Há, ainda, a alienação do controle em etapas, a qual é resultado de uma sequência de operações em cadeia realizadas com o objetivo de transferir o controle da companhia a terceiro. Tal possibilidade é prevista expressamente no art. 29, §4º da Instrução CVM 361/02, que fala em “conjunto de operações”.

A respeito da alienação de controle acionário em etapas, afirma Nelson Eizirik:

“Visou a lei, no particular, a alcançar os negócios jurídicos **coligados**, os quais, embora apresentando existência autônoma de vários negócios, cada um deles com efeitos próprios, destinam-se, todos, à obtenção de um mesmo objetivo, no caso, o da aquisição onerosa do controle acionário”.²⁹

A própria Lei das S.A., em seu art.254-A, §1º e a Instrução CVM nº 361, em seu art. 29, § 4º, acima transcritos, prevêm diversas operações

²⁸ Voto do Diretor Pedro Marcílio no Processo CVM nº RJ 2005/4069, disponível no site <http://www.cvm.gov.br/port/descoll/respdecis.asp?File=4788-0.HTM>.

²⁹ EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 242.

que podem ser realizadas de forma encadeada visando à transferência do controle.

Há que se ressaltar, no entanto, que a alienação do controle em etapas só se verifica com a efetiva transferência do poder de controle. Assim, se for realizada mediante a transferência de debêntures conversíveis em ações, por exemplo, a alienação de controle somente ocorrerá quando a conversão de tais títulos em ações houver ocorrido em número suficiente a garantir o poder de controle ao adquirente de tais debêntures.

Logicamente, a obrigação de realizar oferta pública de ações somente surge quando o adquirente passar a ser titular de quantidade de ações que lhe assegurem o exercício do poder de controle.

Contudo, as circunstâncias de cada caso devem ser levadas em consideração, especialmente em razão do disposto no §5º do art. 29 da Instrução CVM nº 361, 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”.

Inclusive, a CVM já decidiu ser obrigatória a realização da OPA por alienação de controle por futuro controlador, antes da ocorrência dos atos que configurariam a efetiva transferência do controle, conforme trecho destacado abaixo do voto do Diretor da CVM, Pedro Marcílio, no âmbito do processo em que se discutia a realização de OPA por alienação de controle da Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar):

“45. Por fim, entendo 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.

46. A Instrução 361/02 reconhece a possibilidade de a alienação do controle ser realizada através de em 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**³⁰. (grifou-se)

³⁰ Voto do Diretor Pedro Marcílio de Sousa no Processo CVM RJ nº 2005/4069, disponível no site <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4788-0.HTM>.

6. A OPA obrigatória por alienação de controle de companhia aberta

6.1. Legislação e Regulamentação

Como visto acima, a alienação do controle de companhia aberta gera para o adquirente a obrigação de realizar uma oferta pública para aquisição de todas as ações com direito a voto da companhia. Trata-se de determinação legal prevista no art. 254-A da Lei das S.A., com redação dada pela Lei 10.303/01, a qual foi posteriormente regulamentada no art. 29 da Instrução CVM 361/02, conforme transcrições abaixo:

“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”.

“Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.

§1º A OPA deverá ser formulada pelo adquirente do controle, e seu instrumento conterà, além dos requisitos estabelecidos pelo art. 10, as informações contidas na notícia de fato relevante divulgada quando da alienação do controle, sem prejuízo do disposto no inciso I do § 1º do art. 33, se for o caso.

§2º O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações representativas do controle, quer a realização da OPA se constitua em condição suspensiva, quer em condição resolutiva da alienação.

§3º O registro da OPA pela CVM implica na autorização da alienação do controle, sob a condição de que a oferta pública venha a ser efetivada nos termos aprovados e prazos regulamentares.

§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.

§5º Sem prejuízo da definição constante do parágrafo anterior, 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.

§6º No caso de alienação indireta do controle acionário, 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 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto”. (grifou-se)

6.2. Requisitos

A partir da análise de tais dispositivos, é possível depreender-se três requisitos para a caracterização da alienação do controle acionário para fins do art. 254-A da Lei das S.A., conforme expõe Nelson Eizirik e outros:

- “a) que a operação, em seu conjunto, resulte na presença de um novo acionista controlador ou grupo de controle, que substitua o antigo controlador no exercício do poder de dominação sobre a companhia;
- b) que a transferência do controle, qualquer que seja a sua modalidade, apresente caráter oneroso; e
- c) que tenha ocorrido a transferência da totalidade ou de parte de ações ou de direitos sobre tais ações pertencentes ao antigo controlador”.³¹

³¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 580.

O primeiro deles diz respeito ao resultado da alienação de controle, que deve ser, sempre, a transferência a terceiro do poder de determinar e conduzir os negócios da companhia.

É fundamental, para que se caracterize a obrigatoriedade de realização de oferta pública, não apenas a simples transferência de ações que garantam o controle da companhia, mas é preciso que essa transferência seja feita a terceiro, desvinculado do antigo controlador.

Em outras palavras, é necessário que surja um novo acionista controlador. Este requisito será analisado profundamente mais adiante, em razão de sua importância para o tema do presente trabalho.

O segundo requisito trata da onerosidade da operação de alienação do controle. Significa que não importa qual seja a modalidade de negócio jurídico utilizada para a transferência do controle, o caráter oneroso deve necessariamente estar presente.

Trata-se de característica evidenciada pela própria norma, pois fosse o negócio jurídico gratuito, não haveria que se falar em percentual do preço a ser pago aos acionistas minoritários, e a oferta a estes direcionada não teria razão de ser.

O terceiro e último requisito indicado pelos autores se refere à necessidade de transferência de titularidade de ações detidas pelo controlador ou por integrante do bloco de controle.

É esse o entendimento do colegiado da CVM, conforme decisão no processo em que se discutia a realização de OPA por alienação de controle da Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar):

“(…) O que é importante, para fins do art. 254-A é que os valores mobiliários transferidos façam com que o alienante passe a ter menos do que 50% das ações com direito a voto e o adquirente, no mínimo, 50% mais uma ação com direito a voto (no caso de valores mobiliários conversíveis ou que permitam a subscrição ou o exercício de direito de preferência, após o exercício dessa conversão ou da subscrição), mesmo que existam contratos que mantenham direitos políticos nas mãos do alienante (ou de terceiros) que permitam o exercício de fato do poder de controle (situação inversa – transferência de direitos políticos e econômicos para terceiros sem transferência de valores mobiliários - pode dar causa a oferta pública, em virtude da previsão de alienação direta ou indireta).³² (grifou-se)

Veja-se que não se trata necessariamente da transferência da totalidade das ações detidas pelo controlador; bastando que transfira parte de suas ações, desde que suficientes à transferência do controle ao adquirente. A esse respeito, acrescentam os mesmos autores:

“Assim, nos casos de aquisição originária de controle, em que este é assumido por meio de compras de ações pertencentes a diversos acionistas isoladamente minoritários, sem que, para tanto, o novo controlador tenha que comprar ações pertencentes ao antigo controlador, ou, ainda, em casos em que algum acionista ou grupo passe a exercer o controle sem adquirir quaisquer ações – por exemplo, por meio da celebração de um acordo de acionistas entre sócios que atuavam de forma independente, não é obrigatória a realização da oferta pública prevista no artigo 254-A da Lei das S.A.”³³.

Na realidade, quando surge um novo controlador sem que tenha adquirido ações do controlador para tanto, ou seja, sem que o controlador tenha transferido ao adquirente o poder de controle, entende-se que há aquisição de controle originária, sendo, portanto, inexigível a realização de OPA pelo adquirente.

Tal requisito também é essencial para a diferenciação entre a alienação de controle e a mera alienação de ações. Isto porque se o bloco de ações não for transferido em quantidade de ações suficiente para assegurar o poder de controle ao adquirente, então trata-se de mera alienação de

³² Voto do Diretor Pedro Marcílio no Processo CVM RJ nº 2005/4069, disponível no site <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4788-0.HTM>

³³ EIZIRIK, Nelson *et al.*. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 579-580.

ações, caso em que não há obrigação de realização de OPA. Acerca do tema, afirma Luiz Leonardo Cantidiano:

“Saliente-se que Bulhões Pedreira, em parecer de dezembro de 1982, sustenta que **a fonte do poder do controle é o bloco de controle como coisa coletiva, e não as ações que o compõem**, consideradas singularmente, nem os direitos de voto por elas conferidos – considerados isoladamente. Daí porque, assinala, detém o poder de controle quem é titular do bloco de controle, e adquire o controle quem se torna titular desse bloco.”³⁴ (grifou-se)

No mesmo sentido se manifestou o colegiado da CVM, acompanhando o voto do Diretor Durval Soledade no Processo CVM RJ nº 2007/14099 em que se discutia a alienação do controle indireto das companhias abertas ABN Amro Arrendamento Mercantil S.A. e Real Leasing S.A. Arrendamento Mercantil, conforme trecho a seguir destacado:

“A meu ver, à letra da lei, a obrigatoriedade de realização de OPA disposta no art. 254-A, refere-se tão somente às situações em que há efetiva alienação do controle de uma companhia. Ou seja, é aplicável quando o então acionista ou grupo de acionistas controlador de uma companhia **alienam a outro acionista ou terceiro, bloco de ações com direito a voto ou os direitos à sua titularidade que lhes permitiam exercer efetivamente o poder de controle da companhia.**”³⁵ (grifou-se)

Vê-se, portanto, que não há alienação de controle sem a transferência da titularidade de ações que garantam tal poder ao acionista controlador alienante.

Analisados esses três requisitos, conclui-se que somente há alienação de controle para fins do art. 254-A da Lei das S.A. e, conseqüentemente realização de OPA obrigatória, quando estiverem presentes os requisitos cumulativamente.

³⁴ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Alienação e aquisição de controle*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XXIV (julho/setembro/1993), nº 59, p. 56.

³⁵ Voto do Diretor Durval Soledade no Processo CVM RJ nº 2007/14099, disponível no site <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5801-0.HTM>.

7. Análise de algumas hipóteses de transferência de participação acionária por integrantes de bloco de controle de companhia aberta

Alguns elementos explícitos e implícitos do conceito de “alienação de controle” estabelecido no art. 254-A, §1º da Lei 6.404/76 e no art. 29, §4º da Instrução CVM nº 361/02 são de extrema relevância para a compreensão do presente trabalho. São eles: (i) o conceito de “terceiro”; (ii) o conceito de “pessoas integrantes do grupo de controle”; e (iii) o elemento “impacto na estabilidade do quadro acionário da companhia”.

Em razão disso, a análise da obrigatoriedade de realização de OPA em determinadas hipóteses de transferência de participação acionária por integrantes do bloco de controle de companhia aberta será feita concomitantemente ao estudo desses elementos.

7.1. O conceito de “terceiro”

Obviamente só pode alienar o controle aquele acionista que o detém, e, por sua vez, só pode adquiri-lo, aquele que não o detém. Ora, esta é a conclusão lógica, pois não se pode adquirir o que já se tem, nem tampouco alienar o que não se possui.

A Instrução CVM nº 361/02 veio dar suporte normativo a tal entendimento. Ao explicitar que a alienação de controle é operação pela qual “um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia”, o normativo excluiu qualquer possibilidade de discussão a respeito do assunto.

Trata-se de um marco importante, pois a partir da edição de tal norma, a CVM fixou seu entendimento no sentido de que a alienação de

controle, para fins do art. 254-A da Lei das S.A., somente se verifica quando o adquirente é pessoa estranha ao grupo de controle, ou seja, que não possui o status de controlador, em qualquer das formas previstas no art. 116 da Lei das S.A.

Isto porque aquele que já possui o controle, direta, indiretamente ou de modo compartilhado, não pode adquirir o que já lhe pertence. Tampouco pode adquirir outro controle, porque o controle é único, ainda que seu exercício seja compartilhado por vários acionistas.

Assim, tanto a doutrina quanto a CVM entendem que as transferências de ações dentro do bloco de controle não caracterizam a alienação de controle e, conseqüentemente, não ensejam a obrigatoriedade de realização de OPA para aquisição das ações ordinárias de todos os demais acionistas.

É o caso do voto do Diretor Eli Loria no Processo CVM RJ nº 2007/7230:

“A Lei 6.404/76 em seu art. 254-A trata da alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e o faz segundo um objeto de análise bastante lato, porquanto indica as operações com valores mobiliários que importem na transferência do poder de controle da empresa, de um titular a outro.

Daí decorre, no meu entender, que **a venda de participação a uma pessoa já integrante do bloco de controle não implica, em princípio, na obrigatoriedade de realização de oferta pública.**”³⁶ (grifou-se)

O Diretor Wladimir Castelo Branco se manifestou no mesmo sentido, muito embora em processo que não tratava da alienação de controle. Veja-se:

³⁶ Processo CVM RJ nº 2007/7230, disponível no site www.cvm.gov.br/port/bdescol/respdecis.asp?File=5533-0.HTM

“Ressalvo que, no meu entender, numa operação em que um controlador vende sua participação – total ou parcial – a outro controlador, não haveria, em princípio, para efeitos do art. 256, compra do controle, pois **o comprador já ocupava antes da operação a posição jurídica de controlador, adquirindo apenas um reforço de controle.**”³⁷ (grifou-se)

Igualmente, afirmou o Ex-Presidente da CVM, Marcelo Trindade:

“Ocorre que este caso não desafia as complexas questões que podem surgir quanto ao conceito de alienação de controle detido por grupo de acionistas unidos por acordo. Aqui não houve alienação de uma participação majoritária dentro do bloco de controle, como se viu do quadro transcrito no relatório, nem se está diante da aquisição de uma participação que, somada àquela já detida pelo adquirente, o eleve à condição de controlador único. No caso destes autos houve simplesmente **a transferência de uma participação que compõe o bloco de controle, mas certamente o Grupo Mondi não alienou nem a VCP adquiriu o controle da sociedade, pois nem o Grupo Mondi detinha isoladamente, nem a VCP adquiriu o poder de, isoladamente, exercer "a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia"**.³⁸ (grifou-se)

Ainda, cumpre mencionar a manifestação da Superintendência Jurídica da CVM no Parecer CVM/SJU nº 029:

“A consolidação do poder de controle nas mãos de um integrante de acordo de acionistas, cujos termos lhe asseguravam o efetivo comando e conhecimento dos negócios da empresa, não se há de considerar alienação, mas reforço de controle, para efeitos da extensão da oferta pública aos acionistas minoritários (...).Pode-se dizer até que o controle detido anteriormente (...) deixa de ser exercido, mediante acordo para tornar-se majoritário, o que lhe confere um grau de estabilidade superior. Nem por isso deixa de ser poder de controle o que era antes partilhado, porém perfeita e estritamente definido e configurado.”³⁹

Na doutrina, ressalta-se o entendimento de Modesto Carvalhosa:

“(…) Ocorrendo transferências de posições acionárias dentro do acordo de acionistas, ou entre as pessoas que constituem o bloco de controle, mesmo sem acordo de acionistas, não há alienação do controle para os efeitos do presente art. 254-A, uma vez que, da operação, ainda que onerosa, não resultará o surgimento de um novo acionista controlador. No caso, pode

³⁷ Processo CVM RJ nº 2002/7888 disponível no site www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4100-0.htm

³⁸ Processo CVM RJ nº 2001/10329 disponível no site www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-008D19022002.htm

³⁹ Parecer CVM/SJU nº 029, disponível no site www.cvm.gov.br.

eventualmente ocorrer uma troca de posições dentro de um bloco de controle (art. 118) que não caracteriza a alienação do controle acionário.”⁴⁰ (grifou-se)

De Nelson Cândido Motta:

“Temos, para nós, como certo e indubitável, que **as transferências realizadas entre sócios, no âmbito do grupo controlador, não alteram a titularidade do poder de controle frente à sociedade e não afetam as relações entre a maioria e a minoria na assembléia geral.** O sócio que sendo já possuidor de 30% das ações do grupo, eleva para 43% a sua participação, através de transferências feitas internamente, não acarreta qualquer mudança na identidade do acionista controlador da companhia. Não gera nenhuma modificação na correlação dos votos que concorrem na assembléia 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.**”⁴¹ (grifou-se)

De Nelson Eizirik:

“Assim, **eventuais trocas de posições ocorridas dentro do bloco de controle não caracterizam a alienação de controle, para os efeitos do art. 254-A.** Conforme já analisado doutrinariamente, transferências realizadas entre acionistas, no âmbito do grupo controlador, não operam a alteração da titularidade do poder de controle frente à sociedade.”⁴² (grifou-se)

E de Fábio Konder Comparato:

“Nas hipóteses em que o controle é conjunto, ou seja, pertence a mais de uma pessoa, **não se entende que há alienação quando um desses titulares do poder de comando aliena suas ações ao outro, ou aos outros.** O que há, então, é consolidação ou reforço do controle na pessoa dos adquirentes das ações.”⁴³ (grifou-se)

A CVM já se manifestou nesse sentido em diversas oportunidades. Foi o caso, por exemplo, do Processo CVM RJ nº 2007/7230, em que se discutia a ocorrência da alienação de controle da companhia aberta

⁴⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Saraiva: vol. 4, tomo 2, 2ª edição, São Paulo. 2003. p. 167.

⁴¹ MOTTA, Nelson Cândido. *Alienação do Poder de Controle Compartilhado*. In. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Ano XXXII (jan-março/1993), nº 89, p. 45.

⁴² EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 237.

⁴³ COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. 1ª edição. Saraiva. 1995. p. 79.

Companhia Petroquímica do Sul (Copesul) em razão da aquisição de ações por Braskem S.A. (Braskem).

Em tal oportunidade, a CVM decidiu que não ocorreu a alienação de controle porque a Braskem, que passou a exercer o controle da Copesul isoladamente, já o exercia antes de forma compartilhada com a IPQ. Ou seja, a Braskem não poderia ser considerada “terceiro adquirente do controle”, porque já exercia o controle de forma compartilhada.

O colegiado entendeu ter ocorrido a “**consolidação do controle** nas mãos do controlador Braskem, que, de fato, já exercia o controle em conjunto e em condições igualitárias com a IPQ” (grifou-se).

Portanto, é essencial para a caracterização da alienação do poder de controle, que o adquirente no negócio jurídico seja terceiro estranho ao grupo de controle. Se não há terceiro adquirente, o controle permanece com o antigo controlador, e não se pode falar em sua alienação tampouco em obrigatoriedade de realização de OPA.

Logo, nas companhias em que o controle é exercido de forma compartilhada por bloco de controle, não caracteriza alienação de controle a transferência de participações acionárias entre acionistas integrantes do bloco de controle, nem a consolidação do controle na pessoa de um deles.

7.2. O conceito de “pessoas integrantes do grupo de controle”

Em relação ao conceito de “pessoas integrantes do grupo de controle”, é importante esclarecer que a norma se refere à alienação em conjunto pelo grupo, e não à alienação por integrantes do grupo individualmente.

Inclusive porque se há grupo de controle, o poder de controle é exercido de forma compartilhada e, nesse âmbito, nenhum acionista detém individualmente o poder de mando, justamente porque todos o compartilham. Portanto, nenhum integrante do grupo de controle poderia, individualmente, transferir o controle a terceiro. Se o fizesse, estaria caracterizada a hipótese de mera alienação de ações que individualmente não assegurariam o poder de controle.

É exatamente este o entendimento do ex- Presidente da CVM, Marcelo Trindade, manifestado no âmbito do Processo CVM nº RJ2007/7230, em trecho transcrito a seguir:

“Mas, na verdade (...), há pelo menos uma outra situação em que um integrante do bloco de controle pode vender ações que isoladamente não asseguram o controle, e apesar disso o controle seja transferido. Trata-se da indisputada situação em que a alienação das ações integrantes do bloco de controle se dê em conjunto por diversos integrantes do bloco, de modo que cada um aliene menos que 50%, mas em conjunto transfiram ao adquirente mais que 50% das ações com voto.

Sendo tal hipótese um caso indisputado de obrigação de realizar a OPA (pois os alienantes transferem em conjunto o controle que detêm em conjunto), pode-se concluir que a referência do § 4º do art. 29 da Instrução 361/02 à alienação “por pessoas integrantes do grupo de controle” não é suficiente para autorizar a conclusão de que a CVM tenha antecipado, com a edição da Instrução, a interpretação de que, no caso de alienação de ações entre integrantes do bloco de controle, com consolidação do controle em um deles, a OPA deve incidir. E isto porque a Instrução pode muito bem ter incluído a referência tendo em mira a situação da venda coletiva pelos integrantes do bloco.

Mas o fato é que, de *lege lata*, estou de acordo com a conclusão do voto do Diretor Relator, **pela inexistência de alienação de controle, que só pode ser alienado por quem o detenha, o que, em casos de acordo de acionistas, significa o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, como diz o art. 116 da Lei das S.A., e não um membro desse grupo que detenha menos que a maioria das ações com voto**, ressalvada a análise do acordo de acionistas, que revele a preponderância do subscritor alienante perante os demais.”⁴⁴ (grifou-se)

No mesmo sentido, ensina Fábio Konder Comparato:

⁴⁴ Processo CVM RJ nº RJ 2007/7230, disponível no site www.cvm.gov.br/port/bdescol/respdecis.asp?File=5533-0.HTM

“Quando, pois, a lei acionária regula a alienação do controle, ela está supondo que o alienante já ~~possua~~ esse bem em seu patrimônio: que ele dispunha, isoladamente, do poder “para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia” (art. 116, b). Sem o que, o negócio é de venda de ações, pura e simplesmente, não de venda e conseqüente alienação do controle.”⁴⁵ (grifou-se)

Tal entendimento também foi expressamente manifestado na decisão do Processo CVM RJ nº 2001/10329, já mencionado anteriormente, em que se discutia a ocorrência da alienação de controle da companhia aberta Aracruz Celulose S.A. em razão da alienação de participação de integrante do bloco de controle (Grupo Mondi) equivalente a 28% do capital votante da companhia a Votorantim Celulose e Papel S.A. (VCP), terceiro desvinculado do grupo de controle.

Em tal ocasião, o ex-Presidente da CVM, então Diretor, Marcelo Trindade, votou no sentido de que não teria ocorrido a alienação de controle porque o Grupo Mondi não detinha isoladamente o controle e, por sua vez, a VCP não adquiriu ações em montante suficiente a garantir o exercício do poder de controle isoladamente. O colegiado acompanhou o voto do Diretor Marcelo Trindade.

Portanto, o integrante de bloco de controle não pode, isoladamente, alienar o controle da companhia, justamente porque não o detém de forma isolada, e sim de forma compartilhada com os demais controladores.

Conclui-se, assim, que não há *tag along* nas transferências de participações acionárias por um integrante do bloco de controle, seja a terceiro ou a outro integrante do bloco de controle.

7.3. Impacto na Estabilidade do Quadro Acionário

⁴⁵ COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. Rio de Janeiro: Saraiva, 1ª edição. 1995. p. 79.

Finalmente, deve-se abordar também um último elemento utilizado pela CVM para verificar a ocorrência de alienação de controle. O Diretor da CVM Pedro Marcílio, em decisão no âmbito do Processo CVM nº RJ 2005/4069, esclareceu que a realização de OPA para adquirir as ações ordinárias dos acionistas minoritários é uma forma de compensar um impacto na estabilidade do quadro acionário da companhia.

A esse respeito, o colegiado da CVM, em decisão do mesmo processo, se manifestou no sentido de que a lei elegeu a efetiva ocorrência da alienação de controle como critério legal para determinar se houve ou não essa alteração na estabilidade do quadro acionário da companhia e, conseqüentemente, se houve a caracterização da obrigatoriedade de realização de OPA.

Logicamente, nem toda alteração no quadro acionário da companhia, inclusive decorrente de operações dentro do bloco de controle, tem o condão de ocasionar referida instabilidade. Portanto, com base no entendimento da CVM, somente as alterações que resultem em efetiva mudança no controle é que podem fazer surgir o direito de *tag along*, justamente por causarem tamanho impacto na condução dos negócios da companhia.

É esse o entendimento de Carlos Augusto Junqueira de Siqueira:

“A transferência de controle é a operação que resulta na **efetiva substituição do poder de dominação na sociedade**. É quando esse poder muda, efetivamente, de mãos, por qualquer forma ou meio oneroso, fazendo incidir a obrigatoriedade de efetuar oferta pública de compra das ações pertencentes aos acionistas minoritários. (...) Em face de tais entendimentos, repita-se que **o preceito legal não cogita da forma como sucede a transferência do controle e, sim, da efetiva mudança no comando da sociedade.**”⁴⁶ (grifou-se)

⁴⁶ SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*. Niterói, FMF, 2004, p. 64 e 65

O fundamento do *tag along*, ou seja, o significado dessa quebra de estabilidade no quadro acionário da companhia, é a substituição do titular do poder de determinar e conduzir os negócios da companhia, que na vasta maioria das vezes, é o que o acionista minoritário leva em consideração para tomar uma decisão de investimento.

É esse o entendimento exposto por Eli Loria, Diretor da CVM, no âmbito no Processo CVM RJ nº 2007/7230, em que se discutia ter ocorrido ou não alienação de controle da Companhia Petroquímica do Sul, no trecho destacado a seguir:

“Destarte, para que ocorra a alienação do controle, necessário que haja mudança na titularidade do poder de controle, sendo fundamental, portanto, a presença de novo controlador. Tal questão ganha ainda mais perspectiva se verificarmos que o próprio fundamento da OPA, a sua razão de ser, está no **resguardo do direito dos acionistas não controladores de se retirarem de uma companhia que, uma vez controlada por pessoa diversa da que o fazia antes, já não representa seus interesses.**”⁴⁷ (grifou-se)

Portanto, somente enseja a obrigatoriedade de realização de OPA, a transferência de ações que cause um impacto na estabilidade do quadro acionário da companhia, impacto esse que, segundo a legislação em vigor, é caracterizado pela alienação do controle da companhia.

Com base nesse entendimento da CVM, pode-se concluir que as transferências de participações entre acionistas do bloco de controle, a consolidação do controle e a venda de participação acionária isoladamente por integrante de bloco de controle não ensejam a obrigatoriedade de realização de OPA visando à aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas minoritários, justamente porque não há o impacto no quadro acionário da companhia caracterizado pela alienação do controle.

⁴⁷ Voto do Diretor Eli Loria no Processo CVM nº RJ 2007/7230, disponível no site <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5533-0.HTM>

8. Conclusão

A análise objeto deste trabalho leva-nos à conclusão de que quando o controle da companhia aberta é exercido de forma compartilhada, há ao menos três situações em que pode ocorrer a transferência de participações acionárias por integrantes do bloco de controle sem que se configure a alienação de controle e, portanto, sem a necessidade de realização de OPA obrigatória para aquisição de todas as ações com direito a voto da companhia.

Essas três situações – ressalte-se, as mais recorrentes no mercado de capitais brasileiro – são as seguintes:

- 1) As transferências de participações entre integrantes do bloco de controle;
- 2) A consolidação do controle na pessoa de um integrante do bloco de controle; e
- 3) A alienação de participação acionária isoladamente por acionista integrante do bloco de controle.

Trata-se de situações amplamente discutidas pela doutrina e pela própria CVM, sendo atualmente consolidado o entendimento de que não há obrigação de realização de OPA, pois não se configura a alienação de controle da companhia.

As manifestações da CVM nesse sentido proporcionam especial segurança aos investidores do mercado de capitais brasileiros. Isto porque, como visto, a realização de uma OPA para adquirir todas as ações com direito a voto de uma companhia aberta pode representar um aumento substancial no valor do investimento a ser realizado pelo adquirente de participação acionária de controlador de companhia aberta.

Em razão disso, a certeza de que uma transação nos moldes de uma das três situações identificadas acima não gerará o direito de *tag along* para os acionistas minoritários é um incentivo para a expansão do mercado de capitais brasileiros por meio de operações de fusões e aquisições, o que é de grande relevância para a economia de um país como o Brasil.

9. Bibliografia

BERTOLDI, Marcelo M. (Coord.). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei 10.303, de 31.10.2001. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 59, p. 56 – 67, ano XXIV, jul./set. 1985.

_____. Direito Societário e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

_____. Reforma da Lei das S.A. comentada. Rio de Janeiro/São Paulo: Renovar, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2a ed. v. 4, tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2003.

CLEMENTE JR., José Alberto. Oferta pública de aquisição de ações na alienação de controle de companhias abertas: Apontamentos sobre o art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 129, ano XLII, jan./mar. 2003.

COMPARATO, Fábio Konder. Direito Empresarial: Estudos e Pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. Grupos Societários e poder de controle. In: Revista de Direito Público, nº 37-38, ano VII. p. 407.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 4a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

EIZRIK, Nelson. Oferta Pública de Aquisição: Interpretação do art. 254-A da Lei das S.A. In: Revista de Direito da Associação dos Procuradores do Novo Estado do Rio de Janeiro. v. XIV. Rio de Janeiro, 2004. p. 73 – 86.

_____. Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson *et al.* Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. In: Revista do Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 53, ano XXIII (janeiro/março 1984).

JOSUÁ, Adriana. Alienação do controle de S/A por oferta pública (art. 254-A da Lei das S/A). In: Revista do Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 126, ano XLI, abr./jun. 2002.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A.. v. 2, parte 3. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

_____. (coordenadores). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Alienação de controle de companhia aberta seguida do fechamento de seu capital. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 113, p. 255 – 264, ano XXXVII, jan./mar. 1999.

_____. Poder de Controle. In: Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LOBO, Jorge. Interpretação realista da alienação de controle de companhia aberta. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 123, p. 7 – 22, ano XL, jul./set. 2001.

MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 89, p. 42 – 46, ano XXXII, jan./mar. 1993.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Empresa Contemporânea e Direito Societário: Poder de Controle e Grupos de Sociedades. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002

MUNIZ, Joaquim de Paiva. Poder de Controle, Conflito de Interesses e Proteção aos Minoritários e Stakeholders. In: Revista de Direito

Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo, nº 28, ano 8 (abril-junho 2005).

PENTEADO, Arthur Bardawil. CVM – Decisão administrativa sobre alienação de controle – ações vinculadas a acordo de acionistas – o caso Votorantim. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 126, p. 178 – 192, ano XLI, abr./jun. 2002.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 76, ano XXVIII, out./dez. 1989.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. Alienação do Poder de Controle Acionário. São Paulo: Editora Saraiva, 1995.

_____. Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A.: tag along. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

WALD, Alexandre. A Proteção dos Acionistas Minoritários na Alienação de Controle de Companhias Abertas. In: Revista da CVM. Rio de Janeiro, n. 13, p. 19 – 28, 1986.

WALD, Alexandre de Mendonça; MORAES, Luiza Rangel de. Transferência de Controle de Companhia Aberta: Algumas Questões para Estudo e Reflexão. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 10, nº 38, out-dez/2007.

WALD, Arnoldo. A obrigação de fazer oferta pública e a transferência do controle no direito brasileiro. In: Revista Forense. Rio de Janeiro, n. 84, v. 302, 1988.

_____. O Acordo de Acionistas e o Poder de Controle do Acionista Majoritário. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XXXVI (abril/junho, 1998), nº 110.



NORMAS PARA ELABORAÇÃO E APRESENTAÇÃO DA MONOGRAFIA
JUR 1919

ANEXO II

A Monografia deve ser entregue até o dia 06 de novembro de 2009.

A presente Monografia, apresentada pelo(a) aluno(a)
CAMILLA DE OLIVEIRA PENNA TAVARES
_____, poderá ser submetida à exposição e defesa perante a
Banca Examinadora designada pelo Departamento de Direito da PUC-Rio.

Rio de Janeiro, 12 de NOVEMBRO de 2009.

FRANCISCO ANTUNES MACIEL MÜSSNICH

Nome do(a) professor(a) orientador(a)

Assinatura do(a) professor(a) orientador(a)

O(A) autor(a) deste trabalho autoriza o Departamento de Direito da PUC-Rio a divulgá-lo, no todo ou em parte, resguardados os direitos autorais conforme legislação vigente.

Rio de Janeiro, 12 de NOVEMBRO 2009.

Assinatura do(a) aluno(a)