



# PUC

**DEPARTAMENTO DE  
DIREITO**

---

**ALIENAÇÃO DE CONTROLE ACIONÁRIO  
DENTRO DO GRUPO DE CONTROLE**

**por**

**RAQUEL FONTENELLE CUMPLIDO TIMPONI**

**ORIENTADORA: NORMA JONSSSEN PARENTE**

**2011.1**

---

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE

JANEIRO

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

RIO DE JANEIRO - BRASIL

# **ALIENAÇÃO DE CONTROLE ACIONÁRIO DENTRO DO GRUPO DE CONTROLE**

**por**

**RAQUEL FONTENELLE CUMPLIDO TIMPONI**

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.

Orientadora: NORMA  
JONSSSEN PARENTE

**20011.1**

## DEDICATÓRIA

Aos meus pais, meus irmãos e aos meus amigos, pela paciência, ensinamentos, dedicação, incentivo e confiança ao longo dos anos.

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus professores, ao departamento de Direito da PUC-Rio e a todos os que contribuíram para a elaboração da minha monografia e para a minha vida acadêmica.

Ao Giovani Loss e ao Pablo Sorj e a todos do time de infraestrutura do Mattos Filho.

## RESUMO

O presente trabalho propõe-se a analisar os principais aspectos relacionados às operações que resultam na alienação de controle de companhias abertas e discutir a existência de alienação de controle nas hipóteses de transferência de ações entre os integrantes de bloco de controle de companhias, nos termos do art. 254-A da Lei nº 6.404/76 (introduzido pela Lei nº 10.303/01) e da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 361/02.

Primeiro, faz-se uma análise do conceito e dos requisitos do poder de controle nas sociedades anônimas, de acordo com as disposições da lei societária, notadamente o seu art. 116, inclusive as formas de exercício do controle.

Ainda nesse contexto, apresenta-se uma análise da definição e das formas de aquisição e alienação desse poder de controle pelo acionista controlador (ou grupo de acionistas controladores).

A partir desses elementos, chega-se à discussão da alienação de controle nas companhias abertas, que também está diretamente ligada à obrigação do adquirente de realizar uma oferta pública por alienação de controle aos demais titulares de ações com direito de voto.

Apresenta-se, ainda, uma detalhada explicação sobre os requisitos para configuração da alienação de controle para, então, chegar-se à discussão central desse trabalho, que é a ocorrência da alienação de controle na alienação

de participação acionária entre os controladores, tendo em vista o texto legal, a doutrina majoritária sobre o tema e o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários.

Palavras-chave: Poder de Controle – Acionista Controlador – Bloco de Controle – Companhia Aberta – Alienação do Poder de Controle – Requisitos – Controle Compartilhado – Transferência de Participação no Bloco de Controle – Oferta Pública por Alienação de Controle.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	10
1. PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS .....	12
1.1 Formas de exercício do poder de controle .....	19
1.1.1. Controle individual .....	19
1.1.2 Controle Compartilhado .....	20
1.1.3 Sociedade sob Controle Comum .....	21
1.2 Formas de Controle .....	23
1.2.1 Controle Interno.....	23
1.2.1.1 Controle Totalitário.....	23
1.2.1.2 Controle Majoritário .....	24
1.2.1.3 Controle Minoritário .....	26
1.2.1.4 Controle Administrativo ou Gerencial.....	27
1.2.2 Controle Externo.....	30
1.3 Aquisição do Controle.....	31
1.3.1 Aquisição Originária.....	31
1.3.2 Aquisição Derivada .....	33
1.4 Alienação de Controle .....	34
1.4.1 Alienação Direta .....	35
1.4.2 Alienação Indireta.....	35
1.4.3 Alienação por Etapas .....	36
2. ALIENAÇÃO DE PARTICIPAÇÃO ACIONARIA ENTRE ACIONISTAS CONTROLADORES E ALIENAÇÃO DE CONTROLE .....	39
2.1 O art. 254-A da Lei das S.A. e a Instrução CVM nº 361/02.....	39
2.2 O entendimento da CVM .....	47
2.3 Mudança na orientação geral dos negócios da companhia .....	49



2.4 Alteração do poder de controle sem transferência de ações e em caráter não oneroso.....	51
2.4.1 Caráter Oneroso.....	56
CONCLUSÃO .....	61
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	64

## **LISTA DE TABELAS, ABREVIACÕES E SBOLOS**

Lei das S.A. – Lei n 6.404, de 15 de dezembro de 1976

OPA – Oferta Pública de Alienação de Ações

CVM – Comissão de Valores Mobliarios

## INTRODUÇÃO

As transações envolvendo a transferência de controle de companhias abertas e a necessidade da realização de oferta pública obrigatória de aquisição de ações nas hipóteses de transferências de participação acionária entre os acionistas controladores de companhias abertas se tornou objeto de recorrentes discussões, sobretudo em sede de decisões da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

A discussão a respeito do tema objeto deste trabalho começou a ser enfrentada constantemente, devendo continuar assim ao longo dos próximos anos, em razão do processo de consolidação de diversos setores da economia brasileira como telecomunicações, química e petroquímica, mineração, entre outros. O referido processo decorre principalmente do crescimento do mercado de capitais brasileiro e da expansão da oferta de crédito no mercado – a qual, apesar de abalada pela crise financeira global, já está voltando a crescer –, o que acarreta em uma maior capitalização das companhias abertas brasileiras, notadamente através da emissão de ações ou outras formas de participação (*equity*), bem como de títulos de dívida.

Esse processo faz com que se multipliquem as operações de fusão e aquisição envolvendo companhias abertas, e, conseqüentemente, a necessidade de realização de ofertas públicas por alienação de controle pelos adquirentes do controle daquelas companhias.

Em um cenário de mercado em que as grandes companhias geralmente detêm participação relevante em uma série de subsidiárias, no mais das vezes em conjunto com outros parceiros estratégicos, não é difícil se pensar nos casos em que haverá consolidação do controle, ou seja, a aquisição, por um dos controladores, da participação de um ou todos os demais integrantes do grupo de controle, o que certamente gerará discussões acerca da efetiva alienação do controle prevista na lei societária.

O tema aqui tratado ganha ainda mais relevância quando pensado sobre a ótica da necessidade de realização de uma OPA para os demais acionistas com direito a voto, tendo em vista que essa oferta representará um gasto adicional substancial a ser considerado pelo investidor adquirente do controle.

Por fim, o tema merece especial atenção nas hipóteses em que o controle da companhia adquirida é exercido de forma compartilhada e paritária, visto que o controle é exercido em conjunto entre os controladores e nenhum acionista controlador detém a maioria das ações da companhia, tornando ainda mais pertinente a discussão em torno da efetiva alienação do controle nessas hipóteses.

## 1. PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

A regulamentação legal do poder de controle em nosso ordenamento jurídico ocorreu a partir da edição da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”).

O acionista controlador encontra-se legalmente definido na Lei das S.A., nos seguintes termos:

“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”.<sup>1</sup> (grifou-se)

Para a caracterização do poder de controle nas sociedades anônimas o legislador tomou como base o critério da titularidade acionária, aliada, necessariamente, ao efetivo uso dos poderes dela decorrentes.<sup>2</sup> Trata-se, portanto, de definição eminentemente centrada na realidade material, pois quem tem a maioria e não a utiliza efetivamente é sócio majoritário, mas não é controlador.<sup>3</sup>

Através da interpretação do dispositivo legal, entende-se que o legislador se utilizou de duas premissas para criar a definição legal de acionista controlador, quais sejam (i) o controle decorre do exercício de fato de determinados poderes e não se confunde com a simples noção de

---

<sup>1</sup> Lei das S. A., art. 116.

<sup>2</sup> A CVM entendeu necessário o efetivo exercício do controle para a caracterização de sua alienação, cf. Parecer CVM/PJU no 58/1978.

<sup>3</sup> TAVARES BORBA, José Edwaldo. *Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, 11<sup>a</sup> edição.

predominância quantitativa do capital votante, e (ii) o controlador não necessariamente se concentra em uma única pessoa, havendo situações de controle exercido por grupos.<sup>4</sup>

Adicionalmente, a Lei das S.A. estabelece dois requisitos necessários, além da simples maioria de votos na assembleia geral da companhia, para que se configure o poder de controle. Primeiro, o controle deve ser permanente e estável, sendo acionista controlador tanto o titular da maioria absoluta de votos quanto o que exerce, regular e permanentemente, direitos de voto suficientes para formar a maioria dos acionistas presentes nas Assembleias. E, segundo, a pessoa (ou o grupo) que detém o poder de controle deve utilizar-se desse controle para imprimir à sociedade a sua marca de atuação, ou seja, somente há que se falar em poder de controle se este poder efetivamente for utilizado pelo seu titular.<sup>5</sup>

Dito de outra forma: não basta ao acionista controlador deter a maioria do capital social da companhia. O controlador deve exercer efetivamente o seu controle, através da imposição dos seus interesses nas deliberações da assembléia geral de acionistas da companhia, que é o órgão de deliberação que, em última instância, decidirá o rumo da sociedade. Pode-se concluir, portanto, que o acionista controlador exerce o cargo de administrador supremo, se sobrepondo aos órgãos formais da companhia e dirigindo os órgãos administrativos.<sup>6</sup>

É também essa a lição do Fábio Konder Comparato:

“Na economia da nova sociedade anônima, o controlador se afirma como seu mais recente órgão, ou, se preferir a explicação funcional do mecanismo societário, como

---

<sup>4</sup> Cf. WALD, Arnaldo. *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, pág. 7.

<sup>5</sup> Cf. BERTOLDI, Marcelo. *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, pág. 65.

<sup>6</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009. 1ª edição, 1º Volume, p. 818.

o titular de um novo cargo social. Cargo, em sua vasta acepção jurídica, designa um centro de competência, envolvendo uma ou mais funções. O reconhecimento de um cargo, em qualquer tipo de organização, faz-se pela definição de funções próprias e necessárias. Ora, tais funções existem vinculadas à pessoa do controlador, pelo menos do acionista controlador. No vigente direito acionário brasileiro, elas podem resumir-se no poder de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais; ou, como se diz no art. 116, alínea 'b', da Lei nº 6.404, no poder de 'dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos da companhia' (com o reconhecimento implícito de que o acionista controlador é um dos órgãos da companhia). Trata-se de um feixe de funções indispensáveis ao funcionamento de qualquer entidade coletiva – como assinalamos anteriormente – e especialmente da sociedade anônima. Poderia, sem dúvida, o legislador manter essas prerrogativas funcionais diluídas no corpo acionário, tal como ocorria no passado. Preferiu, no entanto, desde a Lei nº 6.404, localizá-las no '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'".<sup>7</sup>

Com efeito, a definição oferecida pela lei se pauta no princípio majoritário, e é bastante clara no sentido de que será controlador aquele que possui direitos de sócios que lhe assegurem a maioria nas deliberações da assembléia de acionistas da companhia. Contudo, esse requisito não basta para configurar o controle, sendo necessário que o controle seja efetivamente utilizado, como mostra a alínea "b" do art. 116 da Lei das S.A.

Assim, o controle não pode ser esporádico ou episódico, como já disse 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 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 omissor 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 assembléias 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)".<sup>8</sup>

<sup>7</sup> COMPARATO, Fábio Konder. ob. cit. p., 107.

<sup>8</sup> Voto do Diretor Pedro Marcílio de Sousa no Processo CVM RJ nº 2005/4069.

O poder de controle pressupõe, necessariamente, a existência – como coisa coletiva – de maioria organizada e atuante, capaz de deliberar e decidir, com autoridade e independência, as questões submetidas ao sufrágio do quadro acionário. Com efeito, o poder de controle apenas existe quando a maioria da assembleia geral é pré-constituída mediante a reunião na mesma pessoa, ou grupo de pessoas da titularidade de direitos de voto que asseguram permanentemente a maioria nas reuniões deste órgão. Este só existe se detém, e exerce, de fato, o poder de definir e formar, com a força e quantidade de seus votos, a vontade da sociedade.<sup>9</sup>

O poder social pode ser jurídico ou de fato, conforme tenha, ou não, sua fonte na organização jurídica. Contudo, o poder de controle da sociedade anônima, previsto na Lei das S.A., 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.<sup>10</sup> Com efeito, não há qualquer norma que assegure o poder de controle ao acionista que detém mais da metade do capital votante, por exemplo. Dessa forma, o poder nasce não da propriedade das ações, mas do seu efetivo exercício.

Além disso, o poder de controle não é direito subjetivo e, portanto, ao acionista controlador não caberia pedir a tutela jurisdicional deste controle ao Estado.

Nesse mesmo sentido ensina José Luiz Bulhões Pedreira:

---

<sup>9</sup> 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, pág. 42.

<sup>10</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009. 1ª edição, 1º Volume, p. 827.



“Essa natureza do poder de controle fica evidente quando se considera que (a) não há norma legal que confira ou assegure o poder de controle: ele nasce do fato da formação do bloco de controle e deixa de existir com sua dissolução, (b) o poder de controle não é objeto de direito: não pode ser adquirido, nem transferido independentemente do bloco de controle, que é a sua fonte e (c) o poder de controle não é direito subjetivo: o acionista controlador não pode pedir a tutela do Estado para obter que esse poder seja respeitado, a não ser quando se manifesta através do exercício regular do direito (ou poder jurídico) de voto nas deliberações da Assembléia Geral”.<sup>11</sup>

O acionista controlador, portanto, seja ele pessoa natural ou jurídica, apenas tem ou detém esse poder enquanto é titular de número suficiente de direitos de voto para lhe assegurar a maioria nas deliberações da assembleia geral, podendo, perfeitamente, perder essa titularidade a qualquer momento.

O controle, de forma alguma, deve ser considerado como estanque, independente ou imutável. Muito pelo contrário, o poder de controle é dinâmico e admite diferentes graus de concentração e estabilidade, sendo objeto de constantes disputas no seio da sociedade.<sup>12</sup> O controle pode, assim como ocorre por diversas vezes, ser objeto de acordos e transações durante as deliberações e atividades da companhia. Inclusive, em sendo o poder supremo de comando da atividade comercial, ele poderá ser sujeito a formas de resistência por parte dos acionistas que não participam do controle.

A estabilidade do controlador é essencial para que os investidores do mercado de capitais possam decidir em investir ou não em determinada companhia. Isso porque, com exceção das companhias com controle gerencial, as características de atuação do controlador ou grupo de controle de determinada companhia reflete imediatamente na companhia e possui relação estreita com a percepção que o mercado possui em relação a esta companhia.

O acionista controlador é, em suma, o acionista ou grupo de acionistas, que efetivamente exerce o comando das atividades e negócios da companhia.

---

<sup>11</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. *O Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. 2ª edição, 2º Volume, p. 620.

<sup>12</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea e Direito Societário: Poder de Controle e Grupos de Sociedades*. Editora Juarez de Oliveira. São Paulo, 2002, pág. 223. Cit. W. Klein e outros, “Connected Contracts”. In. *University of California Law Review*, p. 917.

Além do disposto no art. 116, há que se destacar o conceito de sociedade controlada do art. 243, §2º da Lei das S.A. Esse dispositivo estabelece que será considerada 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.<sup>13</sup>

Nesse normativo, a Lei das S.A. faz menção ao conceito de acionista controlador trazido no art. 116 anteriormente analisado e, também, alude à possibilidade de o controle ser exercido indiretamente, através de controladas.

Além disso, há que se notar que, na hipótese do art. 243, §2º, ou seja, 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 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 intersocietário, para caracterizar a sociedade controladora ou de comando, visto que em tais hipóteses o referido exercício é sempre presumido ou suposto”.<sup>14</sup>

Atualmente, com a dinamização da economia e a expansão dos conglomerados econômicos, é extremamente comum verificar complexas estruturas de sociedades, na qual o controlador, por meio de uma sociedade *holding* (sociedade que detém exclusivamente participação acionária em outras sociedades), exerce, indiretamente, o controle de diversas outras sociedades em uma extensa cadeia de sociedades controladas.

O art. 254-A da Lei das S.A. também é de grande importância na análise do conceito de controle nas sociedades anônimas, visto que define o

---

<sup>13</sup> Art. 243, §2º da Lei das S.A.

<sup>14</sup> 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. ob. cit., p. 24, nota 5.

que a lei societária brasileira entende como alienação de controle, conforme será tratado mais a frente.<sup>15</sup>

Como visto, portanto, o controle de uma companhia não é, necessariamente, exercido pelo acionista que detém a maioria do capital social, já que a maioria do capital votante no mais das vezes não basta para que o acionista seja considerado controlador.

Pelo contrário, com a expansão dos mercados de capitais e das formas de financiamento, nas últimas décadas, sobretudo nos mercados de países desenvolvidos, as companhias sofreram um processo de “pulverização” do seu controle.

Dessa forma, o poder de controle, sobretudo nas maiores companhias abertas, passou também a ser exercido por acionista, ou grupo de acionistas, que detinham menos da metade do capital social.<sup>16</sup>

No caso do mercado de capitais americano, para citar outro exemplo, grande parte das companhias tem o seu controle exercido pela sua administração (denominado controle administrativo ou gerencial).

Em resumo, pode-se conceituar o poder de controle 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.

(...) 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”.<sup>17</sup>

Por fim, há também que se dizer: o controle da companhia tem um valor, que não é o valor total do conjunto de ações que o compõe.

---

<sup>15</sup> A definição do poder de controle das companhias abertas também foi prevista na Instrução nº 361/02 da Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>16</sup> A forma de exercício do controle minoritário é tratada no Item 2.2.1.3 deste trabalho.

<sup>17</sup> COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008. 5ª edição, pág. 88.

Com efeito, o mercado sempre conferiu ao poder de controle um valor superior ao da soma do valor das ações representativas do controle, e esse valor é essencialmente distinto do valor econômico das ações, individualmente consideradas.

Ou seja, o fundamento do valor do controle não é o valor econômico das ações que o integram, mas a faculdade de efetivamente exercer esse poder para dirigir o rumo dos negócios sociais conforme os interesses do seu titular.

Assim, em última análise, o fato de adquirir o controle – e com isso a possibilidade de orientar a companhia e seus negócios, inclusive pela indicação da administração que melhor lhe interesse – garante ao seu adquirente a possibilidade de influir no sucesso do seu próprio investimento, representando, portanto, fator de segurança do capital investido.

Alfredo Lamy Filho explica porque há um valor para o controle da companhia, o que se observa das diversas operações de aquisição de controle no mercado de capitais:

“O bloco de controle vale mais que a soma do valor das ações porque, como coisa coletiva, assegura o poder de controle, e o mercado atribui valor a esse poder porque ele constitui, para o investidor, fator de segurança do seu investimento: o aplicador do capital que admite exercer a função de orientar a companhia está disposto a pagar pelo bloco de controle valor maior do que a soma do valor das ações porque adquire a capacidade de influir decisivamente – mediante a determinação das deliberações sociais e a escolha dos administradores – na sorte do seu investimento, ao invés de ficar na posição de assistir impotente a que essa sorte seja função da competência e diligência de outro acionista controlador, ou de administradores escolhidos por terceiros”.<sup>18</sup>(grifou-se)

## **1.1 Formas de exercício do poder de controle**

### **1.1.1. Controle individual**

---

<sup>18</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. 2ª edição, 2º Volume, p. 652.

O controle individual é aquele exercido por um único acionista controlador, 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 será, necessariamente, titular da maioria das ações votantes, mas ele deverá deter, efetivamente, “a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”.

### 1.1.2 Controle Compartilhado

O controle compartilhado (ou controle conjunto) ocorre, pois há companhias em que as ações estão de tal forma dispersas que nenhum acionista consegue, isoladamente, imprimir sua vontade aos demais, seja porque não detém mais da metade das ações ordinárias, seja porque sua participação não supera a de outros acionistas de forma suficiente para prevalecer, isoladamente, nas deliberações da assembleia geral.

Quando esse quadro se apresenta, é inevitável que determinados acionistas se aglutinem em torno de interesses comuns, constituindo um bloco que adote posições convergentes, exprimindo uma vontade social única que prevaleça principalmente nas assembleias.<sup>19</sup>

Portanto, ao contrário do controle individual, ensina a Roberta Nioac Prado que o “poder de controle conjunto é aquele exercido por mais de um acionista, pessoa física ou jurídica, por meio de um acordo de acionistas (...)”.<sup>202122</sup>

---

<sup>19</sup> BERTOLDI, Marcelo. ob. cit., pág. 74.

<sup>20</sup> PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005

<sup>21</sup> Segundo Marcelo Bertoldi, a reunião de acionistas em torno de um objetivo comum não precisa necessariamente ser formalizada em acordo de acionistas, na forma do art. 118 da Lei das S.A., já que a lei societária admite a existência do acionista controlador de fato.

Não obstante, nada impede que estes acionistas que pretendem unir-se para o exercício do poder de controle, efetivamente o façam sem acordo de voto formal e arquivado na sede da companhia, segundo afirma Luiz Leonardo Cantidiano:

“A CVM, no bem lançado Parecer SJU-86/82, admite ter havido, no caso então sob exame, a alienação do controle por pessoas que, embora não sendo signatárias de acordo de votos, estavam vinculadas, inclusive por laços familiares. No citado caso, em que a venda se deu num só instrumento, com a fixação de um ágio representativo da mais valia típica da cessão de controle, foi definitivo, para a conclusão que a CVM chegou, o fato de os alienantes de ações terem assumido, perante a compradora, a garantia de ativo e passivo, obrigação esta típica de negócios de transferência de controle”.<sup>23</sup>

Vale ressaltar que, havendo convenção de voto, o controle se concentra no grupo de acionistas signatários do acordo, sendo um atributo coletivo e compartilhado, de modo que “a circunstancia de qualquer participante ser majoritário no interior do grupo não o transmuda, certamente não, em acionista controlador da sociedade”.<sup>24</sup>

A esse respeito, ensina Nelson Eizirik:

“Ademais, somente haverá alienação de controle, para os efeitos do art. 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, ou novo integrante do bloco de controle”.<sup>25</sup>

### 1.1.3 Sociedade sob Controle Comum

---

<sup>22</sup> A CVM, em Parecer da sua Procuradoria Federal Especializada, entendeu 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 controlados”. Despacho ao MEMO/PFE-CVM/GJU-2/No 104/05, que pode ser encontrado no site da CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)).

<sup>23</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 42.

<sup>24</sup> MOTTA, Nelson Cândido. ob. cit. p. 42.

<sup>25</sup> EIZIRIK, Nelson. *Temas do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 237.

Sob controle comum estão as sociedades que possuem o mesmo controlador final, manifestando, em última análise, a vontade deste e reproduzindo-a na sociedade controlada.

Desse conceito extraímos, portanto, ser possível um controlador de fato exercer, indiretamente (i.e., mesmo sem deter ações da companhia) o controle de determinada sociedade, através de sociedades controladas. Nessa hipótese, essas sociedades devem ser consideradas como um bloco para fins da determinação do acionista controlador.

O artigo 243, § 2º, da Lei das S.A., considerou que a interposição de sociedades entre o controlador e a sociedade controlada não afasta seu poder de controle, que é único e pode ser exercido direta ou indiretamente (conforme haja ou não sociedades controladas intermediárias).

Portanto, em casos de controle indireto, os órgãos sociais da sociedade *holding* passam a ser, na prática, os centros de decisões sociais. A assembleia geral e o conselho de administração da companhia acabam por desempenhar o papel meramente homologatório de deliberação já tomada em outra instância. O que deveria ser uma situação de controle através de mecanismos legais, segundo a terminologia de Berle e Means, transforma-se em controle majoritário, o que representa clara concentração de poder.<sup>26</sup>

A esse respeito, vale notar a lição de 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. 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**”.<sup>27</sup> (grifou-se)

---

<sup>26</sup> 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, n° 28, ano 8 (abril-junho 2005). p. 90.

<sup>27</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. ob. cit., p. 625.

## 1.2 Formas de Controle

Berle e Means são apontados como pioneiros em estudar o controle como característica da empresa moderna, na obra *The Modern Corporation and Private Property*.<sup>28</sup>

Na doutrina brasileira, destaca-se a obra *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, do Professor Fábio Konder Comparato, que classifica o controle em quatro espécies: totalitário, majoritário, minoritário e gerencial.

### 1.2.1 Controle Interno

O controle interno corresponde ao controle cujo titular atua no interior da própria companhia, tendo fundamento, a princípio, na propriedade acionária.

Nesse caso de controle interno, a legitimidade e a efetividade do exercício do controle interno dependem, em regra, da participação acionária do controlador em relação à totalidade do capital social da companhia controlada.

Haverá controle interno, portanto, toda vez que o poder de controle 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.<sup>29</sup>

#### 1.2.1.1 Controle Totalitário

---

<sup>28</sup> Nova York, Macmillan, 1940. Berle e Means classificam o poder de controle em cinco espécies: (i) controle fundado na posse de quase a totalidade das ações; (ii) controle fundado na posse da maioria dessas ações; (iii) controle obtido mediante expedientes legais (*through legal device*); (iv) controle com menos da metade das ações; e (v) controle administrativo ou gerencial.

<sup>29</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. ob. cit., p. 60.



O controle totalitário ocorre quando nenhum acionista é excluído do poder de controle da sociedade. Em outras palavras, é o controle com quase completa titularidade acionária.

Aplica-se às sociedades unipessoais, admitidas em legislações estrangeiras<sup>30</sup>, bem como às subsidiárias integrais, previstas no art. 251 da Lei das S.A.

Na sociedade unipessoal não há nenhum outro interesse a ser considerado nas deliberações sociais, além daquele interesse do titular único do capital social, no caso o acionista controlador. Não há, portanto, qualquer objeto na regulação de conflitos de interesses entre os acionistas, pois o interesse é único – do controlador – não havendo possibilidade para conflitos.

Na companhia em que o controle se funda na quase totalidade da propriedade acionaria, ainda muito reduzida, há uma minoria, potencial ou atual, que dá lugar à regulação dos interesses dos acionistas, como é o caso, por exemplo, das companhias familiares.

Nas hipóteses de controle totalitário, a regra é o consentimento unânime dos sócios, ou seja, todos exercem, em conjunto, o controle da sociedade.

#### 1.2.1.2 Controle Majoritário

Em todas as legislações estabeleceu-se o princípio da maioria do capital social para as deliberações sociais, notadamente nas sociedades anônimas.

Isso é explicado pela própria razão de ser das sociedades anônimas e de forma de responsabilidade dos seus acionistas, que visa a permitir, por meio da responsabilidade limitada ao valor de suas ações, a criação de um vasto corpo acionário.

---

<sup>30</sup> COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. ob. cit., p. 57. No direito brasileiro, as sociedades unipessoais são admitidas em caráter excepcional, notadamente na hipótese de a sociedade, no curso de sua existência, reduzir-se a um único sócio, e neste caso, sendo a unipessoalidade uma característica temporária, conforme artigo 206, inciso I, alínea “d”, da Lei das S.A.

Assim, nessas sociedades anônimas não há como se exigir o consentimento unânime dos seus acionistas, sob pena de inviabilizar o desenvolvimento das atividades da companhia. É o que dizem 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 sobre uma comunidade de interesses recíprocos está obrigada à adoção do regime majoritário para a tomada de decisões.

Tal fato não consegue esconder que se trata de uma rara, e até mesmo, curiosa exceção ao grande princípio que domina o direito obrigacional, que é o do livre consentimento das partes. Como salienta DOMINIQUE SCHMIDT (1970, p. 21), a submissão dos indivíduos à lei da maioria é uma regra incomum do direito privado, um processo singular de gestão de bens alheios”.<sup>31</sup>

Conforme ensina Fábio Konder Comparato, a idéia de que a maioria deve comandar parte do postulado de que a sociedade existe no interesse dos sócios e, como ninguém, em princípio, está investido da prerrogativa de decidir pelos interesses alheios, prevalece sempre a vontade do maior número, julgando cada qual segundo seu próprio interesse.<sup>32</sup>

Nada obstante, isso não quer dizer que o controle majoritário significa a possibilidade de imposição, coercitiva, dos interesses do controlador sobre a minoria. Poderão retirar-se da companhia aqueles acionistas minoritários dissidentes das decisões do controlador (nas hipóteses definidas na Lei das S.A.), mediante direito de recesso e recebimento do reembolso pelas suas ações.

Há que se lembrar, ainda, que a Lei das S.A. estabelece várias restrições ao exercício do poder de controle. É o caso, por exemplo, do art. 159, § 4º, que possibilita a acionistas representando 5% do capital social promover a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu

---

<sup>31</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. ob. cit. p. 229.

<sup>32</sup> COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto, ob. cit., p. 60.

patrimônio, caso a assembleia delibere não propor a ação. Ou o art. 141, que possibilita aos acionistas com, no mínimo, 10% do capital social requerer a adoção de voto múltiplo para eleição de membros do conselho de administração.

Dessa forma, dependendo de existir ou não uma minoria qualificada, que efetivamente exerça os seus direitos, ou, melhor dizendo, faça uso das restrições impostas ao poder de controle, expressamente previstas na Lei das S.A., pode-se distinguir entre controle majoritário simples ou controle majoritário absoluto,

Além disso, é bastante comum que o controle majoritário seja exercido por um grupo de controladores, isto é, há possibilidade do bloco majoritário não ser constituído por um único acionista, podendo até mesmo não representar um único interesse. Daí se depreende que esses controladores integrantes do grupo podem ter interesses divergentes em determinadas hipóteses, fazendo surgir o problema de como possibilitar a convergência dos interesses do grupo. É com essa finalidade em mente que se criam os acordos entre os acionistas que compõem um grupo de controle.

Arnoldo Wald ensina que um grupo de acionistas apenas será controlador se conseguir formar um bloco que adote posições convergentes, exprimindo uma vontade social única que prevaleça nas principais deliberações sociais e nas eleições da maioria dos administradores.<sup>33</sup>

Conclui-se, nesse caso, que pode-se falar em controle majoritário conjunto ou controle majoritário por associação.

### 1.2.1.3 Controle Minoritário

---

<sup>33</sup> WALD, Arnoldo. ob. cit., p. 12.

O controle minoritário, denominado como *working control* pelos autores norte-americanos, é fundado em número de ações inferior à metade do capital social votante.

Sendo assim, apenas se torna possível que um acionista minoritário exerça o controle de uma companhia nas seguintes hipóteses: (i) o capital da companhia é muito pulverizado; ou (ii) o acionista detentor da maioria do capital e os demais acionistas da companhia não têm interesse na condução dos negócios da companhia.

A nossa lei societária exige, como vimos anteriormente, que o acionista utilize os direitos conferidos pelas suas ações para efetivamente exercer o controle da companhia, determinando seus rumos, mas não se restringe a definir o acionista controlador como aquele que detém a maioria do capital votante.

Dessa forma, pode acontecer – como de fato acontece – de o controle não ser exercido por aquele que detenha a maioria do capital votante, o que permite que um ou alguns acionistas titulares de menos da metade das ações ordinárias possam exercer o poder de controle da companhia. Apenas sendo possível nesses casos, aferir o controle no caso concreto.

Isso porque, como ensina Guilherme Döring Cunha Pereira, quanto maior o número de acionistas, menos a proporção dos que se interessam pela condução do negócio social (fenômeno do absenteísmo nas assembleias gerais). Daí que uma minoria atuante possa fazer prevalecer sua vontade nas assembleias gerais e mesmo eleger e influenciar os administradores.<sup>34</sup>

#### 1.2.1.4 Controle Administrativo ou Gerencial

---

<sup>34</sup> PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do Poder de Controle Acionário*. São Paulo: Editora Saraiva, 1995. p. 12-13.

Essa modalidade de controle não se funda na titularidade acionária, mas no poder diretivo, isto é, nas prerrogativas gerenciais do controlador. É a única modalidade de controle interno que se encontra completamente desligada da titularidade acionária.

No Brasil, a quantidade de companhias abertas com capital social bastante pulverizado vem crescendo. Nada obstante a dispersão acionária do capital das referidas companhias, não se verifica o exercício do controle gerencial, sendo mais comum no sistema societário norte-americano.

O que ocorre no controle gerencial é que, tendo em vista a extrema dispersão acionária da companhia em questão, os administradores acabam por assumir, com o apoio dos acionistas, o poder de controle de fato. Os administradores, de acordo com o estudo de Berle e Means, transformam-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação.

Assim, é preciso que haja pulverização do capital, não havendo um ou mais acionistas que, em conjunto, possam definir os ramos do negócio empresarial.

A perpetuação dos administradores no poder é obtida, sobretudo, com a utilização de complexos mecanismos de representação de acionistas em assembleia (*proxy machinery*), explorando-se ao máximo o absenteísmo no corpo acionário.<sup>35</sup>

A esse respeito, ensina José Alexandre Tavares Guerreiro:<sup>36</sup>

“Exemplo clássico da dissociação entre propriedade e controle, o chamado poder gerencial acentua, de maneira particularmente ilustrativa, instituição de uma possível denominação 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

---

<sup>35</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. ob. cit., p. 72.

<sup>36</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sociedade Anônima: Poder e Dominação*. In. Revista do Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n° 53, ano XXIII (janeiro/março 1984). p. 78.

dominação) quando tem o suporte das *proxies*, ou seja, quando não lhe falta o apoio dos acionistas”.

Além disso, essa modalidade de poder se funda no conhecimento privilegiado de informações internas sobre os negócios e organização da companhia que os administradores invariavelmente detém e que conferem ao administrador-controlador legitimidade para “tomar as rédeas do negócio”.

A Lei das S.A. não reconhece expressamente essa possibilidade, ao exigir que o acionista controlador seja “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”(grifou-se).<sup>37</sup>

Por fim, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho indicam mais duas espécies de controle administrativo: o controle exercido por fundações e o controle gerencial de direito, que é exercido nas hipóteses de recuperação extrajudicial de empresas (prevista na Lei nº 11.101/05). De acordo com os autores:

“A forma do estabelecimento desse tipo de controle é bastante simples. Basta prever virtualmente 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 de administração. Assim, com o poder de veto das alterações estatutárias e com o poder de eleger a maioria dos membros do conselho, pode-se controlar a sociedade. Esses poderes são atribuídos a ações preferenciais de classe especial (golden shares – art. 18 da lei societária) que são, por sua vez, transferidas aos administradores. É evidente que, nesse caso, o poder maior de decisão ficará nas mãos da administração, que não poderá ser atingida pelos acionistas. O bloqueio que pode ser feito pelos detentores da golden share servem para proteger a administração, mas não para exercer plenamente o controle. E por isso que se afirma que esse é um instrumento útil para a criação de uma forma de controle gerencial. Nas mãos da administração, sim, ele seve como importante instrumento para a garantia do controle (gerencial)”.<sup>38</sup>

Em conclusão, apesar do exposto acima, a concentração acionária ainda é regra entre as companhias abertas brasileiras, o que torna bastante difícil a

---

<sup>37</sup> Art. 116, (a) da Lei das S.A.

<sup>38</sup> COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. ob. cit., p. 77.

perpetuação do controle gerencial, tendo em vista que as companhias sempre possuem um acionista controlador ativo.

### 1.2.2 Controle Externo

No controle externo o comando da sociedade, a “influencia dominante” dos negócios sociais é exercida por meios diversos do voto, ou seja, da titularidade das ações da companhia.

O controlador, na hipótese de controle externo, não é necessariamente um membro de qualquer órgão social ou titular de ações da companhia, mas exerce o seu poder de dominação *ab extra*.<sup>39</sup>

Mas não é qualquer influencia externa que configurará o efetivo controle externo. Como ensina Guilherme Döring Cunha Pereira, devem estar presentes as seguintes características: (a) que a influencia seja de ordem econômica; (b) que a influencia se estenda a toda a atividade desenvolvida pela empresa controlada; (c) que se trate de um estado de subordinação permanente ou, pelo menos, duradouro; e (d) que haja impossibilidade para a controlada de subtrair-se à influencia, sem séria ameaça de sofrer grave prejuízo econômico.<sup>40</sup>

Marcelo Bertoldi destaca que a doutrina aponta diversas hipóteses de controle externo como é o caso da existência de contratos firmados entre a companhia e terceiros que acabem por reduzir significativamente o seu âmbito de atuação, conforme ocorre nos contratos de franchising, em que os franqueados são compelidos a aderirem a cláusulas rígidas quanto à sua atuação. O mesmo ocorre em relação ao contrato de know-how, onde se verifica, em muitos casos, a grande dependência entre o fornecedor da

---

<sup>39</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. ob. cit., p. 89.

<sup>40</sup> PEREIRA, Guilherme Döring Cunha, ob. cit. p. 14.

tecnologia e a sociedade.<sup>41</sup> A situação mais comum que dá lugar ao controle externo é a concessão de financiamento à companhia.

### 1.3 Aquisição do Controle

Acerca da aquisição do controle de uma companhia, a doutrina costuma classificar essa em aquisição originária na inexistência de um poder de controle estabelecido e anterior, ou aquisição derivada, quando ocorre a transferência de um controle preexistente, de um acionista (ou grupo de acionistas) para outro.

#### 1.3.1 Aquisição Originária

A aquisição originária de controle ocorre quando não existe um bloco de ações de controle, vindo este a ser formado, mediante oferta de compra de ações no mercado, por parte de terceiro, que passará a controlar a companhia.<sup>42</sup>

Nas palavras de José Luiz Bulhões Pedreira, a aquisição do poder de controle “é ‘originária’ quando resulta da formação, no patrimônio do controlador, de bloco de controle que não existia – como universalidade – no patrimônio de outra pessoa”.<sup>43</sup>

Nesse caso não há transferência de controle, sendo este anteriormente inexistente em vista do grau elevado de dispersão das ações de emissão da companhia.

É uma forma de aquisição originária a aquisição por meio de oferta pública de aquisição de controle (a oferta hostil, denominada no direito norte-

---

<sup>41</sup> BERTOLDI, Marcelo. ob. cit. p. 65.

<sup>42</sup> SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*. Rio de Janeiro: FMF, 2004, p. 264.

<sup>43</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. 2ª edição, 2º volume, p. 620.



americano de *hostile takeover*), prevista nos arts. 257 e seguintes da Lei das S.A. Nas palavras do Carlos Augusto Junqueira de Siqueira:

“Não há um detentor do bloco de controle que esteja a transferi-lo. As ações votantes encontram-se pulverizadas no mercado e o ofertante, ao lançar sua proposta de compra, corre o risco do insucesso. Em uma palavra, ele não compra o bloco de controle. Ele forma esse bloco. Em vez de adquirir o poder de comandar a companhia, ele constitui tal poder”.<sup>44</sup>

Outra forma de aquisição originária é aquela realizada por acionista que possuía ações em número insuficiente para assegurar o poder de controle, o qual adquire quantidade adicional de ações que, também consideradas separadamente, não atribuem esse poder, mas cuja agregação às anteriormente possuídas cria o bloco de controle. Vale lembrar que essa modalidade de aquisição – mediante a progressiva aquisição de ações na bolsa – tornou-se, atualmente, bastante difícil, quando há um controle efetivo e definido.

Isso porque a Instrução CVM nº 358/02 exige que o acionista que adquira ações que resulte no aumento de sua participação acionária em mais de 5% de determinada espécie ou classe de ação deve comunicar a companhia de tal aquisição. A companhia, através do seu Diretor de Relações com Investidores, dará publicidade à informação ao mercado e à própria CVM, dando a possibilidade aos outros acionistas impedir essa aquisição do controle.

Há também a hipótese de celebração de acordos de acionistas que visem a regular o direito de voto. A união dos acionistas contratantes em uma definição comum de como seu voto das deliberações assembleares pode ocasionar a formação de um bloco controlador, antes inexistente; daí falar-se em aquisição originária.

A subscrição de aumento de capital também pode dar origem à aquisição originária do bloco de controle.

---

<sup>44</sup> SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*. Rio de Janeiro: FMF, 2004, p. 265.

A aquisição do poder de controle pode ocorrer sem que ao menos o novo controlador tenha que adquirir ações da companhia, uma vez que depende não apenas da quantidade de ações detida pelo controlador, mas também da dispersão acionária do capital da companhia. Nesse sentido, ensina José Luiz Bulhões Pedreira:

**“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 quando 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”.**<sup>45</sup> (grifou-se)

Há de se ressaltar, ainda, que nas aquisições originárias, das quais resulta a formação de um bloco de controle que não existia, não se aplica, por definição, o art. 254-A da Lei das S.A., não havendo, portanto, obrigação do novo controlador realizar oferta pública.

### 1.3.2 Aquisição Derivada

A aquisição derivada consiste na transferência efetiva do controle da companhia quando ocorre a preexistência de um controle acionário e a participação de seu titular na transferência.

Aqui, o acionista que perde o controle deve ter algum papel na transferência, ainda que assentindo com ela, pois, do contrário, a hipótese seria de apropriação antes de transferência e, portanto, aquisição originária.<sup>46</sup>

A Aquisição derivada pressupõe a transferência do poder de controle por pessoa que já o detinha, sendo necessária a transmissão da propriedade do conjunto de ações que garantem ao seu titular o controle da companhia.

<sup>45</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. 2ª edição, 2º volume, p. 621.

<sup>46</sup> Cf. PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. ob. cit. p. 33.

Assim, são requisitos da transferência do controle: (i) a existência do bloco de controle (bloco de ações que assegurem o controle), no patrimônio de uma pessoa, ou de um grupo de acionistas; e (ii) um fato jurídico cujo efeito seja a transmissão da propriedade desse conjunto de ações.

O exemplo típico de aquisição derivada é a cessão do controle por acordo bilateral, em que seu titular obriga-se a transferir a terceiro (acionista ou não) a titularidade de ações em número suficiente para conferir-lhe o poder decisório na companhia, tendo como contraprestação o pagamento em dinheiro, ou de outra forma estabelecida pelas partes.

Conforme ensina José Alberto Clemente Jr.:

“À época do negócio, o alienante controle a companhia, ou então faça parte do bloco de controle; e que, nessa condição, venda ao adquirente ações com direito de voto, com base nas quais este passe a exercer o controle, individual ou coletivamente”.<sup>47</sup>

#### 1.4 Alienação de Controle

O conceito de alienação de controle é previsto no §1º do art. 254-A da Lei das S.A., com redação dada pela Lei nº 10.303/01:

“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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 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)

---

<sup>47</sup> 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*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 129, ano XLII, jan./mar. 2003. p. 2010.

O parágrafo 4º da Instrução CVM nº 361/02, regulamentando a matéria, estabelece que: *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.*

A alienação de controle pode ser classificada, quanto à titularidade do controle transferido, em alienação direta ou indireta, ou quanto à sua forma de execução, em alienação por ato único ou alienação em etapas.

#### 1.4.1 Alienação Direta

A alienação direta ocorre quando o acionista controlador transfere, a terceiro, ações com direito a voto em quantidade suficiente a garantir ao adquirente o poder de decidir e comandar a sociedade.

A alienação de controle pode ocorrer mediante qualquer modalidade de negócio jurídico bilateral, desde que haja onerosidade<sup>48</sup>, e importa na alienação de um bem econômico diverso dos títulos acionários que o representam, i.e., o poder de controle dos negócios da companhia, e daí que se paga pelo controle.<sup>49</sup>

#### 1.4.2 Alienação Indireta

---

<sup>48</sup> Nesse sentido, ver EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 237.

<sup>49</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. ob. cit., p. 268.

Ocorre a transferência indireta do controle quando o objeto do negócio jurídico são as ações do bloco de controle da controlada, que assegura o controle indireto da companhia controlada, em outras palavras, mediante alienação do controle da sociedade controladora de companhia. A transferência indireta, portanto, é própria de grupo de sociedades.

O poder que exercem as sociedades intermediárias é secundariamente poder de controle. Essas sociedades são “instrumentos” do verdadeiro controlador, recebendo a potencialidade causal do controle.<sup>50</sup>

Por essa razão, a Lei das S.A., e mesmo a CVM, em sua competência regulamentar<sup>51</sup>, já estabeleceu que também a alienação do controle indireto de uma companhia aberta enseja o dever de lançar uma oferta pública de aquisição, nos termos do art. 254-A.

O Parecer CVM/SJU n° 097/1979 dizia:

“É indiscutível que, na hipótese de alienação do controle de holding de companhia aberta, cabe a oferta pública dirigida aos minoritários, aos quais deverá ser pago, por cada ação, o mesmo preço convencionado para as quotas do capital da holding (agora de acordo com o artigo 254-A, 80% do preço, no mínimo)”.

Uma modalidade bastante recorrente de alienação indireta do controle é a alienação do acervo empresarial da companhia. Neste caso, o que se verifica é a transferência do próprio objeto do controle, o que caracteriza, sem sobra de dúvidas, a alienação indireta de seu controle.<sup>52</sup>

#### 1.4.3 Alienação por Etapas

Fundamentalmente, a alienação de controle em etapas ocorre pela alienação sucessiva de participações que, individualmente consideradas, não

---

<sup>50</sup> PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. ob. cit. p. 198.

<sup>51</sup> V. Parecer da Superintendência Jurídica da CVM publicado na Revista da CVM, 1, (1): 29-40, jan./abr. 1983.

<sup>52</sup> Cf. COMPARATO, Fabio Konder. *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. São Paulo, Saraiva, 1995. p. 99.

asseguram o controle da companhia, mas, em conjunto, formam bloco controlador.

Da análise do §1º do art. 254-A da Lei das S.A., vimos que o próprio legislador optou por listar um elenco exemplificativo de operações que podem ensejar a alienação do controle acionário, que muitas vezes se desenvolvem ao longo do tempo: venda de ações integrantes do bloco de controle; transferência ou subscrição de debêntures conversíveis em ações ou de bônus de subscrição de ações com direito de voto, cessão de direitos de subscrição de ações ou de debêntures conversíveis, etc.<sup>53</sup>

Nesse sentido, a Instrução CVM nº 361/02<sup>54</sup> prevê expressamente que o conceito de alienação de controle compreende um conjunto de operações que nela venham a resultar.

A alienação do controle em etapas apenas se completa com a transferência da titularidade do poder de controle da companhia. Portanto, só será considerado alienado o controle quando da efetiva conversão de títulos em ações suficientes para garantir o controle, ou quando da subscrição de ações com os direitos de subscrição, ainda que adquiridos anteriormente.<sup>55</sup>

De fato, a princípio, e como regra, o adquirente do controle só estará obrigado a realizar uma oferta pública de aquisição dos demais acionistas ordinaristas quando da efetiva aquisição de uma quantidade de ações que lhe assegure o controle.

---

<sup>53</sup> EIZIRIK, Nelson. ob. cit. p. 237.

<sup>54</sup> 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.

§ 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.

<sup>55</sup> Cf. JOSUÁ, Adriana. *Alienação do controle de S/A por oferta pública (art. 254-A da Lei das S/A)*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 126, ano XLI (abr./jun. 2002). p. 154.

Contudo, cada situação deverá ser analisada concretamente. A CVM já decidiu, na reestruturação societária da Companhia Brasileira de Distribuição – CBD, que o futuro controlador estaria obrigado a realizar a OPA obrigatória por alienação do controle antes mesmo da conclusão do conjunto de operações que daria lugar à transferência do controle, como se verifica do trecho abaixo:

“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 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 de 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”.<sup>56</sup>

Conforme ensina Nelson Eizirik, “visou a Lei, no particular, a alcançar os negócios jurídicos coligados, os quais, embora apresentando a 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.”<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> Voto do Diretor Pedro Marcílio de Sousa no Processo CVM RJ n° 2005/4069.

<sup>57</sup> EIZIRIK, Nelson. ob. cit., p. 242.

## **2. ALIENAÇÃO DE PARTICIPAÇÃO ACIONARIA ENTRE ACIONISTAS CONTROLADORES E ALIENAÇÃO DE CONTROLE**

### **2.1 O art. 254-A da Lei das S.A. e a Instrução CVM nº 361/02**

A alienação do controle de uma companhia aberta e seus efeitos são previstos pelo art. 254-A da Lei das S.A., transcrito 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”.<sup>58</sup>

Este dispositivo foi regulamentado pelo art. 29 da Instrução CVM nº 361/02, que estabelece:

“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.

---

<sup>58</sup> Lei das S.A., art. 254-A.



§ 1º A OPA deverá ser formulada pelo adquirente do controle, e seu instrumento conterá, 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”.

De acordo com o art. 254-A, há obrigação de realizar uma OPA por alienação de controle quando um acionista que detém o controle da companhia transfere, direta ou indiretamente, suas ações ou direitos em uma operação que venha a resultar na alienação do controle da companhia.

De outro lado, a Instrução CVM nº 361/02 trouxe significativa mudança na previsão legal, ao conceituar a alienação de controle, quando explicitou que tal alienação dever ser entendida como a alienação do poder de controle pelo controlador a terceiro ou a um grupo de terceiros, de forma que este deve ser estranho ao grupo de controle.

Como se pode ver pela leitura dos dispositivos, o § 1º do art. 254-A da Lei das S.A. tem redação circular, trazendo dificuldade de aplicação. O texto regulamentar visou esclarecer a discussão sobre a alienação do controle, fixando a orientação da CVM nos seguintes pontos: (i) a alienação pode-se dar

por operação isolada ou por um conjunto de operações, dificultando a fraude à lei pelo fracionamento do negócio de aquisição; (ii) a alienação tem que ser realizada por quem já seja, então, acionista controlador ou por pessoa integrante do grupo de controle; e (iii) a alienação tem que ser feita a um terceiro.<sup>59</sup>

Exatamente no que concerne ao terceiro referido no texto regulamentar, há muita controvérsia.

Para caracterizar a alienação de controle que dá lugar ao art. 254-A da lei, é preciso que ocorra a transferência de títulos que garantam o controle da companhia para terceiro ou grupo de terceiros que não detenham o dito controle.

A esse respeito, cumpre ressaltar que há grande diferença entre a alienação de ações e a alienação do controle da companhia, pois na alienação de controle é necessária a transferência de títulos que assegurem ao seu adquirente o poder de mando, isto é, o poder de orientar os negócios da companhia.

Em outras palavras: é a alienação do bloco de ações do controle que dá lugar ao art. 254-A da Lei das S.A., e não parte desse bloco de ações, sob pena de ser um negócio de alienação de ações.

Assim já ensinava Fábio Konder Comparato:

“Quando, pois, a lei acionária regula a alienação de 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 de controle”.<sup>60</sup>

---

<sup>59</sup> Processo CVM RJ n° 2007/7230, OPA Copesul

<sup>60</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial: Estudos e Parecers*. Rio de Janeiro: Saraiva, 1ª edição. 1995. p. 79.

O § 1º do art. 254-A, por mais circular que seja, visa a esclarecer essa diferença entre a alienação de ações e a alienação de controle, definindo o que seria a tão discutida alienação de controle.

Da análise daquele § 1º depreendemos que o sujeito que pratica ou deixa de praticar o ato que dá ensejo à alienação do controle da companhia deve efetivamente deter o poder de controle. Da mesma forma, essencial para a configuração da alienação de controle é a presença de um terceiro adquirente do poder de controle, no que diz respeito à diferença de sujeito. Se não há esse terceiro que se torna controlador há alienação de ações e não alienação de controle, visto que o controle permanece com o antigo controlador. Deve, assim, na alienação de controle, haver a separação do poder de controle do patrimônio do alienante e sua transferência para o patrimônio de outrem.

O ex-presidente da CVM Luiz Leonardo Cantidiano, nesse sentido, destaca:

“Salienta-se que Bulhões Pedreira, em parecer de dezembro de 1982, sustenta que a fonte do poder de controle é o bloco de controle como coisa coletiva, e não as ações que o compõem, consideradas singularmente, nem os direitos de voto por ela 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**”.<sup>61</sup> (grifou-se)

Nessa mesma linha, providencial é que se constitua um novo acionista controlador para que haja configuração da alienação de controle e, conseqüentemente, a realização de oferta pública nos termos do art. 254-A.

Conforme prevê o art. 29 da Instrução CVM nº 361/02, é preciso o surgimento de um novo controlador, terceiro, não bastando, assim, a simples transferência onerosa de ações que garantam (direta ou indiretamente) o controle da companhia.

---

<sup>61</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XXIV (julho/setembro/1993), nº 59, pág. 56.

Muitos defendem que o adquirente das ações não pode adquirir um controle que já é seu, quando, portanto, permanece o controlador final da companhia, não há que se falar em alienação do controle, mas mera reorganização societária no bloco de controle.

O tratamento que a Lei das S.A. dá ao grupo de controle é de centro único de interesses, de forma que todos aqueles acionistas integrantes do bloco de controle representam o mesmo interesse. Isso vale tanto para fins do art. 116 como para o 254-A, pois não se pensa a pré-constituição de uma maioria por acordo de acionistas que não seja para exercer o controle da companhia.

Assim, no caso de um grupo de investidores vir a adquirir o controle de uma companhia aberta, não apenas um ou outro deles, mas todos estarão obrigados a realizar a oferta de que trata o art. 254-A da lei societária.

A doutrina majoritária entende que a aquisição dentro do bloco de controle não configura alienação de controle. É o que se vê dos entendimentos a seguir.

Primeiramente, Nelson Eizirik sustenta:

“Ademais, somente haverá alienação de controle, para efeitos do art. 254-A, quando houver 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, ou novo integrante do bloco e controle.

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”.<sup>62</sup> (grifou-se)

Em segundo lugar, ensina 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.** Para

---

<sup>62</sup> EIZIRIK, Nelson. *Temas do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 237.

que houvesse, no caso, alienação de controle seria mister, como estatui a resolução n. 401, 1976, do Banco Central do Brasil, que todos os titulares do controle conjunto alienassem suas ações a um terceiro (item III)”.<sup>63</sup> (grifou-se)

Em terceiro lugar, Modesto Carvalhosa defende:

“Alienação do controle, acordo de acionistas e bloco de controle: dúvidas podem surgir quando o controle é exercido por um grupo de acionistas cujas ações se encontram vinculadas por acordo de acionistas, não havendo nenhum que, individualmente detenha o poder de controle.

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 eventualmente ocorrer uma troca de posições dentro de um bloco de controle (art. 118) que não caracteriza a alienação do controle acionário”.<sup>64</sup> (grifou-se)

E, ainda, Arnaldo Wald, quando tratou da Resolução n° 401 do Conselho Monetário, que dispunha sobre a alienação de controle das companhias abertas:

“10. Em segundo lugar (item III) a Resolução trata da alienação do controle exercido por grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas (art. 118 da Lei n. 6.404/76) ou sob controle comum, assim considerado: ‘o negócio pelo qual todas as pessoas que formam o grupo controlador transferem para terceiro o poder de controle da companhia, mediante venda ou permuta ao 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’”.<sup>65</sup>

A alteração da Resolução n° 401 para o texto atual, do art. 254-A da Lei das S.A. é correta, já que não necessariamente haverá alienação de todas as ações do bloco de controle, mas basta apenas a venda daqueles que conferirão ao adquirente o poder de controle, dissolvendo o bloco de controle e passando o mando da companhia a terceiro novo controlador.

<sup>63</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. Saraiva, 1ª edição. 1995. P. 79.

<sup>64</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Saraiva: vol. 4, tomo 2, 4ª edição, São Paulo. 2008. p. 167.

<sup>65</sup> WALD, Arnaldo. *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), n° 110, p. 9.

De fato, entende-se que a alienação de controle não ocorre com a mera transferência de ações, mas tão-somente com a transferência de uma quantidade de ações suficiente a garantir ao terceiro a maioria nas deliberações da companhia, sem prejuízo da análise casuística inerente à CVM.

Quem defende que há necessidade de um terceiro estranho ao bloco de controle para se configurar a alienação de controle se utiliza da hipótese em que o controle de uma companhia é adquirido por um bloco de acionistas que passam a controlar em conjunto, e, portanto, são obrigados – todos os adquirentes – a realizar a oferta do art. 254-A.

Caso um desses acionistas venha a adquirir as participações de um ou de todos os demais por meio de uma reorganização societária, certamente não estará obrigado a realizar novamente a oferta pública. Isso porque esse acionista já é controlador, e se tiver adquirido o controle por meio de uma aquisição derivada, já fez a oferta pública que lhe era obrigatória por lei.

Com efeito, para que determinada operação esteja sujeita à incidência da norma estabelecida no artigo 254-A da Lei das S.A., deve a mesma implicar efetiva mudança no comando da companhia. A alienação de controle implica na transferência não apenas de ações, mas de um poder, que muitos dizem não ocorrer na consolidação do poder de controle, já que, nesse caso, o controlador que adquire participação adicional em nenhum momento é despojado de tal poder.

Verifica-se, contudo, que a aplicação do artigo 254-A da Lei das S.A. em casos de controle compartilhado é tudo menos trivial, existindo enorme discussão em torno do assunto.

Como exemplo, o ex-presidente da CVM Marcelo Trindade entende que a referência a terceiro feita na Instrução supra mencionada não exige que o adquirente seja efetivamente estranho ao grupo de controle, mas apenas um sujeito que não detenha o poder de controle, como afirmou:

“A meu juízo, a referência a terceiro deve ser interpretada como uma mera explicitação da distinção de sujeitos sem a qual não se pode falar em alienação, e até mesmo como esclarecedora do fato de que a alienação a uma pessoa controlada pelo controlador alienante não obrigaria à realização da OPA. Até porque, se o conceito da lei abranger a hipótese de alienação dentro do bloco de controle, a CVM não pode afastá-lo por mera Instrução”.<sup>66</sup>

Alguns defendem, inclusive, que o próprio conceito do § 4º do art. 29 da Instrução 361/02 possibilita que a alienação por um membro do bloco de controle para outro, de forma a “consolidar” o controle, resulte na obrigação de realizar a OPA. Trata-se da referência à alienação ser realizada por pessoa integrante do grupo de controle.

Nesse sentido, Marcelo Trindade:

“Esse integrante do grupo de controle somente pode vivenciar uma, dentre duas situações: ou (i) já detém mais de 50% das ações com direito a voto, e integra o grupo por outras razões, que não a necessidade de obter os votos suficientes para formar a maioria nas deliberações sociais; ou (ii) detém menos de 50% das ações com direito a voto, e integra o bloco para participar do controle obtido em conjunto com os demais integrantes.

Na primeira situação, o alienante já teria, isoladamente, o controle da companhia — ainda que o acordo de acionistas restringisse seu poder —, e, portanto, a referência do § 4º do art. 29 da Instrução 361/02 à alienação por *pessoa integrante do grupo de controle* seria inútil, nada acrescentando à definição legal. Mas, como se viu, o citado § 4º preocupou-se muito clara e cuidadosamente em acrescentar indicações de interpretação ao cenário circular do art. 254-A da Lei.

Portanto, parece muito razoável concluir que, ao acrescentar uma referência explícita às *“pessoas integrantes do grupo de controle”*, dentre os alienantes possíveis, a Instrução 361 tenha deixado expresso o entendimento de que a venda de *“ações integrantes do bloco de controle”*, *“vinculadas a acordos de acionistas”*, como previsto no art. 254-A da Lei das S.A., pode redundar na alienação de controle, mesmo quando a venda não seja feita pelo *“acionista controlador”*, mas sim por *“pessoas integrantes do grupo de controle”*.<sup>67</sup>

Outros argumentos podem ser levantados no sentido de que a consolidação do controle importa alienação do controle. Pode-se dizer que os agentes que alienam e aqueles que adquirem as ações representam interesses econômicos inteiramente distintos, devendo ser tratados como pessoas diferentes, restando presente o requisito do “terceiro”. A distinção subjetiva

---

<sup>66</sup> Processo CVM RJ nº 2007/7230, OPA Copesul.

<sup>67</sup> Processo CVM RJ nº 2007/7230, OPA Copesul.

exigida pela Instrução 361/02 se verifica, pois em lugar do "grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto", a que se refere o art. 116 da Lei das S.A., passa a ser controlador "a pessoa" do adquirente, a que também se refere a norma.

Adicionalmente, da alienação decorre alteração no controle, mesmo que de um integrante do bloco de controle para outro, pois aquele que compartilhava o controle passa a possuir o controle isoladamente.

Além disso, há diversas hipóteses da alteração na composição do controle em que não estará configurada a alienação do controle de companhia aberta.

Na aquisição originária do controle, por exemplo, que se dá por meio da aquisição de ações no mercado, hipótese cada vez mais recente devido à pulverização do controle de diversas companhias abertas, um terceiro poderá adquirir participação que lhe permita alcançar o controle sem necessariamente ter de realizar uma oferta pública aos minoritários.

Outra hipótese evidente do que aqui se diz: o caso de uma companhia aberta na qual o controle é exercido por um bloco de acionistas de forma compartilhada através de um acordo de acionistas, que chega ao seu termo final.

Todas as disposições daquele acordo que regulavam o exercício de voto daqueles acionistas, e, portanto, o exercício do controle da companhia, perdem sua validade. Nesse caso também não haverá a obrigação de realizar oferta pública, ainda que tenha ocorrida alteração substancial no poder de controle da companhia.

## **2.2 O entendimento da CVM**

Justamente para conferir maior segurança jurídica aos investidores do mercado nas operações envolvendo a aquisição e alienação de controle de



companhias abertas é que a CVM buscou orientar o que seria relevante para efeito da incidência do art. 254-A da Lei das S.A.

O Diretor Pedro Marcilio de Sousa afirmou que o art. 254-A seria uma espécie de compensação à quebra de estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei quando essa estabilidade for perturbada.

Logo, não é qualquer alteração na composição ou estrutura do controle acionário que tem a condição de quebrar a estabilidade do quadro de acionistas, mas, para fins da lei societária, apenas aquele que resulte na alienação direta ou indireta, do controle da companhia.

Esse é o critério legal que dá lugar ao negócio típico de alienação de controle estabelecido no art. 254-A da Lei das S.A., regulamentado no § 4º da Instrução CVM nº 361/02, não sendo aplicável na alienação de participação dentro do grupo de controle.

No caso da OPA da Copesul, em que se discutia a existência da alienação de controle numa operação em que houve a consolidação do controle por controlador que exercia o controle de forma compartilhada – controle esse paritário – o Diretor Eli Loria manifestou-se da seguinte forma:

“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 mais seus interesses”.<sup>68</sup>

O ex-presidente Marcelo Fernandez Trindade, no Processo CVM nº RJ 2001/10329, também tratou do controverso tema:

“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

---

<sup>68</sup> Processo CVM nº 2007/7230.

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 assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”. (...)

Igualmente incompleta é a interpretação dada pela SEP ao novel parágrafo 1º do art. 254-A da Lei 6.404/76, introduzido pela Lei 10.303/01, ainda em período de *vacatio*. Tal regra, para ser compreendida, deve ser lida até o seu final, no qual se encontra – de modo um tanto circular, reconheça-se – a afirmação de que, para estar-se diante de aquisição de controle, é preciso que a “transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle” resulte “na alienação de controle acionário da sociedade”, isto é, na transmissão do poder de exercer “a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia” (art. 116, inciso I)”. (grifou-se)

Como se vê daquele voto, não é qualquer alienação de ações que configura alienação de controle, mas apenas a transmissão do poder de exercer a maioria dos administradores da companhia.

Sobre a alienação de consolidação do controle também se manifestou a Superintendência Jurídica da CVM, por meio do Parecer CVM/SJU n° 029, nos seguintes termos:

“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 a alienação, mas reforço do controle, para efeitos da extensão da oferta pública aos acionistas minoritários.** (...) Eventual sobrepreço se explicaria pelo volume de ações que são, de fato, um reforço do controle. 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 será antes partilhado, porém perfeita e estritamente definido e configurado**”. (grifou-se)

## 2.3 Mudança na orientação geral dos negócios da companhia

Há quem defenda que a alienação do controle deva ser analisada não pela quantidade de ações transferidas, mas pela efetiva existência de mudança na orientação dos negócios da companhia.

É como explica o Fábio Ulhôa Coelho:

Não 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.<sup>69</sup>

Contudo, nada obsta que o administrador da companhia ou mesmo o acionista controlador modifique a orientação dos negócios sociais sem que isso dê aos acionistas minoritários insatisfeitos o direito de retirar-se da companhia, que apenas ocorre nas situações expressamente previstas na lei societária.

É o que diz Roberta Nioac Prado:

“É fácil perceber que não é o caso de se cogitar da oferta pública que a posteriori pelo fato de simplesmente ter sido alterada a orientação geral da administração da companhia, pelo mesmo administrador eleito pelo mesmo acionista controlador. Ou, ainda, (...) quando o controlador eleger novo administrador e este implementar novas políticas gerais para a companhia ou alterar sua estrutura administrativa. (...) Nos casos acima mencionados pode-se cogitar, dependendo das alterações implementadas pelo novo ou antigo administrador, que o minoritário descontente invoque direito de recesso, mas nunca que invoque direito de ‘oferta pública’. Onde se depreende que o fundamento da OPA a posteriori não é dar o direito de saída ao acionista minoritário quando da alteração da política administrativa da companhia”.<sup>70</sup>

Isso porque a habilidade de definir e alterar, a qualquer tempo, os rumos do negócio faz parte do poder de comando da companhia a faculdade, atribuída ao acionista controlador.

Nas mudanças de posição dentro do grupo de controle, há quem defenda que não há alteração na orientação dos negócios da companhia porque o controle permanece nas mãos de um ou mais de um dos antigos controladores, apenas o controle se consolida.

---

<sup>69</sup> COELHO, Fábio Ulhôa, ob. cit. p. 481.

<sup>70</sup> PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A. – Tag-Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

Com já vimos anteriormente, o bloco de controle deve ser entendido coletivamente, como uma unidade, um bloco integrado que representa a mesma vontade.

Ensina Jose Luiz Bulhões Pedreira:

“A fonte do poder de 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 (consideradas isoladamente). Essa transformação de um agregado de ações com direito de voto em fonte do poder de controle demonstra a procedência da proposição de que há “todos”, ou “conjuntos” que são mais do que a soma das partes”.<sup>71</sup>

Contudo, não necessariamente esse será o caso todas as vezes. Por vezes, a intenção do integrante do bloco de controle adquirente pode ser efetivamente mudar a orientação atual da companhia. É de extrema importância que essa questão seja analisada casuisticamente.

## **2.4 Alteração do poder de controle sem transferência de ações e em caráter não oneroso**

Como visto acima, o primeiro requisito da alienação de controle é o surgimento de um terceiro controlador, que passa a exercer as prerrogativas que caracterizam o poder de controle sobre a sociedade.

Um segundo elemento necessário à ocorrência da alienação de controle é a transferência de ações, ou de direitos derivados das ações, do antigo controlador para o adquirente do controle acionário.

A esse respeito, é importante a lição de José Luiz Bulhões Pedreira:

“A aquisição derivada do poder de controle pressupõe sua transferência por pessoa que o detinha. E como o poder de controle é poder de fato fundado no bloco de controle, sua transferência entre pessoas pressupõe, por definição, a transmissão da propriedade do conjunto de ações que é a fonte desse poder.

Para que possa ocorrer a transferência do poder de controle **é indispensável, portanto: (a) a existência do bloco de controle, como universalidade, no**

<sup>71</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões, LAMY FILHO, Alfredo. ob. cit. p. 619.

**patrimônio de uma pessoa (ou grupo de pessoas); e (b) um fato jurídico cujo efeito seja a transmissão da propriedade desse conjunto de ações**.<sup>72</sup> (grifou-se)

Para os defensores dessa tese, a razão de ser desse requisito, com respaldo legal no §1º do art. 254-A e, da mesma forma, no art. 29 da Instrução CVM 361/02, é que não há sentido em impor ao adquirente do controle acionário a aquisição de ações dos acionistas minoritários, se ele nem mesmo comprou ações de titularidade do antigo controlador.

Nesse mesmo sentido, se a oferta pública tem por objetivo, de um lado, justamente atribuir aos acionistas minoritários a mesma oportunidade de vender suas ações de que o controlador tirou proveito, não há que se exigir, de outro lado, quando este último sequer alienou uma ação de sua titularidade ao novo controlador.

O Colegiado da CVM já se manifestou dessa forma:

“26. Para decidir esse recurso, gostaria de me fixar em três pontos do art. 254-A. São eles: (i) inexistência da referencia a “acionista controlador”, (ii) a restrição da definição de “alienação de controle” à transferência de valores mobiliários, e (iii) a menção à transferência de “forma direta ou indireta”.

35. Ainda nesse tópico, o §1º do art. 254-A, ao ligar a alienação de controle à transferência de valores mobiliários desconsidera, a priori, os efeitos dos acordos de voto para fins do art. 254-A, fixando-se, apenas, na transferência de valores mobiliários (voltarei a essa questão no próximo parágrafo, quando tratar da “alienação direta e indireta”). Com isso, pode-se dizer que operações em que não ocorre a transferência de valores mobiliários, mas apenas de direitos de voto, não há a priori, oferta pública, nos termos do art. 254-A. Por outro lado, a transferência de valores mobiliários, mesmo mantendo os direitos de voto das mãos do alienante, em razão de disposição contratual, pode dar causa a oferta públicas de alienação de controle. 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 de voto e o adquirente, no mínimo, 50% mais uma ação com direito de 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)”.<sup>73</sup>

<sup>72</sup> LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A*. Parte III – Pareceres. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 621.

<sup>73</sup> Processo CVM RJ n° 2005/4069.

Mais recentemente, o Diretor Durval Soledade, acompanhado pelo Colegiado da CVM, reafirmou que apenas se aplica o art. 254-A nas operações em que haja cessão de ações, ou de direitos delas derivados, pertencentes ao antigo controlador:

**“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 de voto ou os direitos à sua titularidade que lhes permitiam exercer efetivamente o poder de controle da companhia”.**<sup>74</sup> (grifou-se)

Nessas hipóteses, como se viu acima, apesar de haver o ingresso de um novo detentor do controle, não há transferência desse controle por quem o exercia anteriormente, razão pela qual a doutrina entende inexigível a oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle.

Essas hipóteses – em que não existe transferência – podem ser equiparadas às aquisições originárias de controle, como quando alguém assume o controle de uma companhia por meio da aquisição de ações no mercado, sem adquirir quaisquer ações do antigo acionista controlador.

É o que ressalta a doutrina:

“Com efeito, a toda alienação corresponde uma aquisição. Tanto na sua acepção genérica quando técnico-jurídica, a alienação é definida como constituindo uma “cessão de bens”, o “ato de transferir para outrem direito próprio”, presumindo sempre uma aquisição. E não ocorreu, no caso, a transferência do bloco de ações de controle para terceira pessoa não participante do grupo controlador. Ao contrário, este bloco de ações foi diluído e perdeu a força decorrente da reunião de votos bastantes para garantir ao seu novo titular o comando dos negócios societários, o que, evidentemente, justificaria a atribuição de um valor adicional às ações que o integram”.<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> Processo CVM RJ n° 2007/14099.

<sup>75</sup> WALD, Alexandre de Menonça, MORAES, Luiza Rangel de. *Transferência de Controle de Companhia Aberta: Algumas Questões para Estudo e Reflexão*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 10, n° 38, out-dez/2007, p. 20.

Como também ensina José Luiz Bulhões Pedreira:

“A perda do poder de controle é – tal como sua aquisição ou transferência – modificação de situação de fato que pode ocorrer independentemente de negócio jurídico de transmissão de ações: o acionista que controla a companhia com menos da metade das ações com direito de voto (porque as demais ações são possuídas por diversos acionistas) pode tornar-se acionista minoritário se outros acionistas formam originariamente novo bloco de controle mediante acordo de acionistas ou concentração de suas ações no patrimônio de uma única pessoa (natural ou jurídica)”.<sup>76</sup> (grifou-se)

No processo de reorganização societária da Serrana S.A., com a incorporação das ações da Bunge Fertilizantes e da Bunge Alimentos, o Colegiado da CVM acompanhou o voto do Diretor Luiz Antonio Campos<sup>77</sup>, *in verbis*:

“Diante disso, entendo que a CVM estaria exorbitando de seus poderes se exigisse a realização de ofertas públicas ou outros procedimentos adicionais que não fossem essencialmente informacionais, **uma vez que a Lei n° 6.404/76, após a reforma da Lei 10.303/01, conferiu tratamento específico para o caso, não exigiu a realização prévia de oferta pública e tampouco delegou poderes à CVM para que o fizesse nessas situações.**

É que o poder regulamentar, como se sabe, está sujeito a limitações, conforme se vê da lição de Celso Antônio Bandeira de Mello: *‘Logo, a Administração não poderá proibir ou impor algo a quem quer que seja. Vale dizer, não lhe é possível expedir regulamento, instrução, resolução, portaria ou seja lá que ato que for para coarctar a liberdade dos administrador, salvo se, em lei, já existir delineada a contenção ou imposição que o ato administrativo venha a minudenciar’* (Celso Antônio Bandeira de Mello, Curso de Direito Administrativo. São Paulo: Ed. Malheiros, 1996, pág. 50)”. (grifou-se)

Há também aquelas operações em que um investidor (acionista ou não) adquire o controle de uma companhia por meio de uma oferta pública de aquisição (*hostile takeover*), mais comuns no exterior, e que na experiência brasileira ocorreu na oferta de aquisição de ações da Perdigão Agroindustrial S.A. pela Sadia S.A. A aquisição do controle através de uma oferta hostil não é

<sup>76</sup> LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A*. Parte III – Pareceres. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 622.

<sup>77</sup> Processo CVM RJ n° 2002/11663.

considerada alienação de controle para efeito do art. 254-A da Lei das S.A., uma vez que se trata de uma aquisição originária de controle, como tratamos anteriormente.

Isso porque não ocorre a transferência de um bloco de ações do controle antigo para o novo controle. A alienação de controle, por outro lado, só existe quando há aquisição derivada do poder de controle.

A área técnica da CVM também já se manifestou sobre a obrigatoriedade de realização de OPA em operações de incorporação e incorporação de ações, concluindo pela ausência de alienação do controle, como se observa do memorando preparado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários:

“Não se discute a alteração no controle acionário das companhias, mas é sabido que nem toda troca de controle enseja a obrigatoriedade de realização da OPA prevista no art. 254-A da Lei n° 6.404/76. **Alguns requisitos devem ser observados, em especial, o de transferência ou cessão onerosa, seja de ações, seja de valores mobiliários, seja de direitos de subscrição, ou de outros títulos, citado no voto do Diretor Marco Pinto no precedente da Suzano Petroquímica.**

Ademais, nos casos de aquisição originária de controle, citado no precedente de RFS Holdings e por Carlos Augusto [Junqueira de Siqueira], há troca de controle, sem gerar, no Brasil, obrigatoriedade de realização de oferta pública aos acionistas em circulação da companhia adquirida.

Assim, tendo em vista a ausência de transferência de valores mobiliários entre os antigos e novos controladores da companhia, partiríamos do pressuposto da não-obrigatoriedade de realização de OPA, uma vez que a utilização do instituto da incorporação, definido na lei societária, gerou a aquisição originária de controle das companhias envolvidas”.<sup>78</sup> (grifou-se)

As reorganizações societárias que envolvem a troca de controle são cada vez mais comuns no mercado brasileiro, como se demonstrou acima. Portanto, a manifestação inequívoca da CVM no sentido de que a observância dos requisitos da alienação de controle é fundamental para a obrigatoriedade da oferta pública é muito relevante para garantir aos investidores a certeza de suas obrigações.

---

<sup>78</sup> MEMO/SRE/GER-1/N° 214/2008.



Não se trata aqui de definir qual a decisão mais simpática ao mercado – como disse o ex-presidente da CVM Marcelo Fernandez Trindade no Processo CVM n° 2007/7230 – mas de interpretar o texto do art. 254-A e daí retirar o que se considera como alienação de controle.

#### 2.4.1 Caráter Oneroso

Outro requisito essencial para que a operação esteja sujeita ao art. 254-A da Lei das S.A. é caráter oneroso da operação. Ou seja, ainda que tenha havido mudança no controle, somente haverá obrigatoriedade da realização de oferta pública quando houver o pagamento ao antigo controlador em contrapartida às ações ou outros valores mobiliários por ele transferidos que deram lugar à transferência do poder de controle sobre a companhia.

Nesse sentido, Roberta Nioac Prado:

“O contrato particular de cessão de controle, para efeito de incidência do art. 254-A da LSA de 1976, **deve ter caráter oneroso, pois na cessão gratuita não há preço a ser estendido aos minoritários e, portanto, não importa para efeitos deste livro. (...) Portanto, é essencial que o acionista controlador alienante tenha recebido, pelo bloco de ações que alienou, alguma remuneração;** do contrário, não há o que ser estendido aos acionistas minoritários”.<sup>79</sup> (grifou-se)

Isso porque não teria qualquer finalidade a aplicação do art. 254-A nessa hipótese já que na transferência do controle à título gratuito não há valor a ser estendido aos acionistas minoritários – o que é a grande razão daquele dispositivo.<sup>80</sup>

Isso não significa, contudo, que a Lei das S.A. tenha estabelecido que a alienação de controle somente ocorre quando há o pagamento de um prêmio,

---

<sup>79</sup> PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória das S.A. – Tag-Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 193.

<sup>80</sup> A esse respeito, o Diretor Marcos Barbosa Pinto afirma, em seu voto no Processo CVM RJ n° 2008/4156, que “na literatura internacional costuma-se atribuir três possíveis propósitos para a obrigatoriedade da oferta pública por alienação de controle: (i) preservar a igualdade entre os acionistas; (ii) repartir o prêmio de controle; e (iii) conferir direito de saída em caso de mudança estrutural”.

um sobrepreço, pelo fato de aquelas ações adquiridas representarem o poder de controle da companhia. Dito de outra forma: o pagamento de um ágio não é pressuposto da alienação de controle.

É também o que ensina Nelson Eizirik:

“Isto não significa, contudo, que a oferta pública somente deva ser realizada nas hipóteses em que o preço pago pela aquisição de controle contenha ágio em relação ao valor de mercado das ações emitidas pela Companhia, visto que a existência de ágio não foi prevista no art. 254-A como pressuposto para a obrigatoriedade da OPA.

Assim, desde que a operação tenha caráter oneroso, e estejam previstos os demais requisitos, torna-se obrigatória a realização de oferta prevista no art. 254-A da Lei Societária, ainda que o valor a ser pago aos minoritários seja eventualmente menor do que aquele pelo qual as ações objeto da oferta sejam transicionadas no mercado secundário.

Em verdade, a realização de tal oferta pública, ainda que por valor inferior ao da cotação no mercado, justifica-se na medida em que ela pode representar para os acionistas minoritários a única oportunidade de sair da companhia em conjunto com o acionista controlador, especialmente se a liquidez das ações de sua emissão no mercado secundário for reduzida”.<sup>81</sup> (grifou-se)

Com efeito, não somente porque as ações da companhia são ilíquidas é que os minoritários vão desejar se retirar da companhia, mas muitas vezes porque investiram nela na crença de que a experiência e a postura de negócios do seu controlador representariam a possibilidade de obter lucros com aquelas ações. Ora, com a mudança desse controle certamente deve ser dada aos minoritários a possibilidade de *tag-along*, ainda que por valor inferior ao de mercado.

Portanto, há três requisitos para que se caracterize a alienação do controle acionário, para fins do art. 254-A da Lei das S.A., como ensina Nelson Eizirik:

“(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;

---

<sup>81</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 594/597.

- (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 parte de ações ou de direitos sobre tais ações pertencentes ao antigo controlador”.<sup>82</sup>

Em esclarecedor voto na operação entre a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras e a Unipar – União de Indústrias Petroquímicas S.A., o Diretor Marcos Barbosa Pinto detalha os requisitos e as hipóteses em que haverá alienação de controle conforme a lei societária:

“2.5 Nesse sentido, o colegiado da CVM já deixou claro que a existência de um novo acionista controlador não é suficiente para disparar a obrigação de oferta pública. Para que a oferta seja obrigatória, é preciso que o controle passe das mãos de um controlador para outro. Por isso, não há oferta pública nas aquisições originárias de controle

2.6 O colegiado também já deixou claro que o art. 116 da Lei nº 6.404/76 não é um bom parâmetro para determinar se uma operação deve dar ensejo a uma oferta pública, por duas razões. Primeiro, porque o art. 116 define o que é “acionista controlador” e não o que é “controle”. Segundo, porque o art. 116 visa a identificar o acionista controlador para uma finalidade diversa, qual seja, responsabiliza-lo por abuso de poder.

2.15 Interpretando o texto do §1º do art. 254-A, não vejo como exigir oferta pública neste caso concreto. Por mais problemas interpretativos que esse dispositivo possa ensejar, um requisito parece estar acima de dúvida: a necessidade de uma “transferência” ou “cessão”, seja de ações, seja de valores mobiliários, seja de direitos de subscrição, seja de outros títulos.

2.17 Neste caso, não houve qualquer transferência: as ações detidas pela Petrobras nunca mudaram de mãos. Antes e depois da incorporação, Petrobras mantém as mesmas ações e em mesmo número. Sua participação societária sofre diluição significativa, o que faz com que ela perca o controle da companhia, mas não há nenhuma transferência. Por conseguinte, não há alienação de controle segundo o critério previsto no §1º do art. 254-A”.<sup>83</sup>

Por fim, há ainda outro ponto que cabe ser trazido para discussão, referente à necessidade de efetivo exercício do poder de controle, pelo alienante das ações, para que se configure a alienação de controle prevista no art. 254-A.

A princípio, tendo em vista que o controle acionário é uma situação de fato, e não de direito, o acionista que detém ações que lhe asseguram a maioria

---

<sup>82</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 596/597.

<sup>83</sup> Processo CVM 2008/4156.

nas deliberações da assembleia de uma companhia mas que, não obstante, não exerce efetivamente esse poder, não é acionista controlador para a Lei das S.A.

Contudo, o art. 254-A e o art. 116 (combinado com o art. 117) da lei societária tratam de temas distintos. Enquanto o art. 116 tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador, o art. 254-A trata da alienação desse controle, e, nas palavras do ex-diretor da CVM Pedro Marcílio de Sousa, “tem como finalidade conferir a possibilidade de uma ‘compensação’ à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que poder ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada”.<sup>84</sup>

Com efeito, na definição de alienação de controle prevista no §1º do art. 254-A não há nada que indique ou imponha a necessidade de efetivo exercício de controle, mas, pelo contrário, exige tão-somente a propriedade dos valores mobiliários que permitiram esse exercício.

Além disso, ainda que o alienante não seja considerado acionista controlador para o art. 116, ele tem potencial poder de controle, já que as ações que detém lhe proporcionam a possibilidade de dirigir os negócios da sociedade. O adquirente, por outro lado, poderá utilizar essas ações para impor seus interesses nas decisões assembleares e certamente pagará um prêmio por isso – diga-se de passagem, o mesmo prêmio de controle que pagaria para um controlador propriamente dito.

Nesse sentido, já se posicionou o Colegiado da CVM no Processo CVM RJ n° 2005/4069, como se mostra no voto do Direto Pedro Marcílio:

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

---

<sup>84</sup> Processo CVM RJ n° 2005/4069.

Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea “a”) e o agir (aliena “b”), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém. Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. Ele pretende conferir a possibilidade de uma “compensação” à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada. O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a “[a] alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta”.

33. Mesma conclusão se chega quando analisamos a questão sob a perspectiva do alienante. Se o alienante é titular de mais da metade das ações com direito de voto da companhia aberta, mas não exerce seu direito de voto, ele não é considerado, para fins do art. 116, como acionista controlador. **Nada obstante, caso ele aliene essas ações e o terceiro adquirente tenha interesse em exercer o controle da companhia, esse adquirente estará apto a exercê-lo e deveria estar disposto a pagar o mesmo prêmio de controle que pagaria a um acionista controlador propriamente dito, dado que o bloco de ações (acionista controlador) ou de outro (acionistas com ações suficientes para ser considerado acionista controlador, mas que não exerce o controle) concederá ao adquirente os mesmos direitos.** O fato de o alienante não ser considerado acionista controlador, para fins do art. 116, “b”, justificaria a não realização da oferta pública nesse caso? Creio que não”. (grifou-se)

De fato, o art. 254-A exige que o alienante deve ser controlador “de direito”, vez que ainda que o controle por ele detido não precisa ser “de fato” exercido pelo seu titular, mas apenas potencial.

,

## CONCLUSÃO

A Lei das S.A. se preocupou em definir o conceito de acionista controlador e as hipóteses em que considera haver alienação de controle. A CVM, por sua vez, na sua competência regulamentar, procurou definir mais precisamente o que a lei societária tratava como alienação de controle com a edição da Instrução CVM 361/02.

Contudo, o conceito que veio para dirimir as dúvidas sobre o que exatamente configuraria alienação de controle em casos de controle compartilhado para os efeitos de aplicação do art. 254-A gerou ainda mais discussão em torno do controverso assunto.

A doutrina nacional que trata do direito societário e do regime jurídico do mercado de capitais, ao abordar do tema, em sua maioria afirma a posição de consolidação do controle, e da desnecessidade de realização da oferta pública aos acionistas minoritários.

Ainda existem, portanto, alguns autores que acreditam ser possível a alienação de controle dentre os integrantes do bloco de controle e, assim, a necessidade da análise do caso concreto para se determinar a necessidade ou não de realização da OPA.

Justamente por existir essa controvérsia, assim como diversas outras, é o papel da CVM tão importante, sobretudo do seu Colegiado, quando em suas decisões orienta os investidores e o mercado como um todo sobre a interpretação correta dos dispositivos legais e regulamentares sobre a alienação de controle de companhias abertas.

Apesar da CVM procurar dar segurança jurídica ao mercado ao definir exatamente os casos nos quais incide o art. 254-A da Lei das S.A., também reconhece a necessidade de se fazer a análise casuística.

Como aqui se demonstrou, não é toda a transferência de controle que configura a alienação de controle de que trata a Lei das S.A. no seu art. 254-A.

Há requisitos para que ocorra a alienação de controle e quando esses não estão presentes não há alienação e necessidade de o novo controlador fazer uma oferta pública aos minoritários.

Como se viu, a alienação do controle ocorre na transferência de valores mobiliários ou direitos sobre esses para terceiros, ou seja, exige um novo controlador. A alienação também deve ser onerosa: não é quem tem de haver o pagamento de prêmio, mas é imprescindível um pagamento, em dinheiro ou bens, ao antigo controlador. Terceiro, há que haver a transferência de ações ou direitos sobre essas que resultem na alienação do controle – por isso é que reestruturações societárias (notadamente através de incorporações e incorporações de ações), no mais dos casos, não dão o direito de *tag-along* aos minoritários das companhias controladas.

Somente quando presentes todos os requisitos legais é que se pode dizer que há alienação de controle, sob pena de, de um lado, onerar de sobremaneira a aquisição, obrigando o novo controlador a fazer relevantes investimentos não previstos e, de outro, conferir aos acionistas minoritários um direito que não é previsto como seu, nem por lei, nem pelas normas infra-legais.

A discussão gira em torno da conceituação desse requisitos, isto é, a interpretação que cada um dá aos requisitos exigidos por lei. Como vimos acima, o significado do termo “terceiro” ao qual a lei alude, por exemplo, pode possuir interpretações distintas quando feito por pessoas distintas.

Nessa mesma linha, há controvérsia em torno da ideia de que deveria haver mudança nos rumos da companhia para se caracterizar a alienação de controle.

A esse respeito, muitos acreditam que na consolidação do controle não existe mudança nos rumos da companhia, porque os interesses daquele novo controlador – agora isolado no controle – já eram claros pelo antigo grupo de controle que os impunha pela maioria de votos nas deliberações assembleares. Por outro lado, pode ser argumentado que o integrante do bloco de controle

que deseja adquirir as ações que o garantem o controle deseja fazê-lo justamente para mudar os rumos adotados pelo bloco de controle do qual era parte.

Assim, caso o adquirente integrante do bloco de controle queira alterar a condução dos negócios da companhia, não há nada mais justo que conferir aos minoritários o direito do *tag-along*, visto que a lei os assegura a possibilidade de sair da companhia ao verificar este quadro.

Dito de outra forma, se, na consolidação do controle, há quebra ou perturbação da estabilidade do quadro acionário ou da política de negócios do controlador, o direito dos minoritários permanece e deve ser respeitado como se uma alienação de controle comum fosse.

Diante de todo o exposto, não pode-se afirmar com toda a certeza que existe ou não alienação de controle dentro do bloco de controle. O mais seguro a se fazer diante destas situações é permitir que a CVM faça sua análise casuística e determine a partir de seus convencimentos.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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*. 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*. v. 4, tomo 2. 2a ed. 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.

\_\_\_\_\_. *Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial*. In: Direito Empresarial: Estudos e Pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

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.* Revista de Direito da Associação dos

Procuradores do Novo Estado do Rio de Janeiro. v. XIV. Rio de Janeiro, p. 73 – 86, 2004.

\_\_\_\_\_. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *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.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Alienação de controle de companhia aberta seguida do fechamento de seu capital*. 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*. 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*. Editora Juarez de Oliveira. São Paulo, 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*. 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.

PRADO, Roberta Nioac. *Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade 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 mecanismo de proteção aos minoritários?*. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 106, p. 83 – 106, ano XXXVI, abr./jun. 1997.

\_\_\_\_\_. *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*. 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*. 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*. 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.