PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

***TAG ALONG RIGHT: REGIME JURÍDICO E
CONTROVÉRSIAS***

por

PEDRO MELLO MARES-GUIA

ORIENTADOR: FRANCISCO ANTUNES MACIEL MÜSSNICH

2019.2

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

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

RIO DE JANEIRO - BRASIL

TAG ALONG RIGHT: REGIME JURÍDICO E CONTROVÉRSIAS

por

PEDRO MELLO MARES-GUIA

Monografia apresentada ao Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador(a): Francisco Antunes Maciel Müssnich

2019.2

Dedicatória

*Aos meus pais, pelo enorme
carinho e confiança.*

“Não há assunto tão velho que não possa ser dito algo de novo sobre ele.”

“A verdade verdadeira é sempre inverosímil.”

Fiódor Dostoiévsk

Agradecimentos

Aos meus pais, José Eduardo e Maria Angélica Mares Guia, por todo o suporte e carinho, sentimentos que tornaram o caminho até aqui muito menos truçulento. Como Warren Buffet uma vez disse, “*alguém está sentado na sombra hoje porque alguém plantou uma árvore há muito tempo*”.

Aos meus avós maternos, Rubens Mello e Maria da Conceição, por todas as memórias da infância. *In memoriam*, aos meus avós paternos, Eduardo Mares Guia e Lilia Carneiro da Silva, por todo o afeto.

Aos meus irmãos, José Eduardo, Luciana e Raquel Mares Guia, por todos os momentos especiais que vivemos juntos. É muito bom saber que, apesar da distância, ainda temos uma relação de irmandade, como se convivêssemos diuturnamente.

À Carolina Bruno, por toda a parceria, compaixão, suporte e carinho. A jornada até aqui não teria sido igual. Ainda, por todas nossas conversas, discussões, estudos e noites viradas juntos, as quais foram fundamentais para meu desenvolvimento profissional.

Aos meus grandes amigos, Renan Calábria, Fernando Duarte, Matheus Lopes e Erik Fraga, não há como mensurar o quão valiosa nossa amizade se tornou, apesar de todos os intemperes da vida profissional de cada um.

A todos os amigos da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, notadamente Nicholas Taylor, Victor de Moraes, Pedro Storino e João Renato, por todas as conversas agradáveis e enriquecedores debates jurídicos.

Aos meus ex-chefes do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, Ary Alves e Juliana Moraes, por todo o suporte nos meus primeiros passos no Direito Societário e Mercado de Capitais. Ainda, aos meus colegas de estágio, Gabriel Ramalho, Pedro Miranda e Ana Flávia.

Aos advogados do escritório Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados – BMA, incluindo, sem limitação, Felipe Bon, Thiago Pinho, Daniel Falcão, Maria Donati, Leonardo Carneiro e Ian Bussinger, por todos os aprendizados, os quais carregarei comigo para o resto da minha vida profissional.

Às amigas do escritório Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados – BMA, Lucas Mamedes, Eduardo Bulhões, Tereza Beatriz, Carolina Ferraz, Fernanda Nassif, Bruno Massena, João Mello, Matheus Barcellos, Luísa Lyra, Maria Luiza Echternach como diversos outros.

Aos meus professores de direito empresarial da Pontifícia Universidade Católica, Francisco Müssnich, Julian Chediak, Marcelo Trindade, Paulo Penna, Norma Parente e Pedro Paulo Salles Cristofaro, bem como diversos outros, por todos os ensinamentos, que foram o fio condutor nesta minha breve caminhada profissional.

Por fim, mas não menos importante, ao meu orientador, professor e chefe, Francisco Müssnich, por todo o suporte e ensinamentos no curso da elaboração deste trabalho e da minha vida profissional. Verdadeira inspiração para toda uma geração de novos juristas, dentre os quais eu me incluo.

Resumo

MARES-GUIA, Pedro Mello. *Tag along legal: regime jurídico*. Rio de Janeiro: 2019, 105 p. Monografia de final de curso. Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro PUC-Rio.

Este trabalho visa tratar de um tema presente no ordenamento jurídico brasileiro: o regime jurídico da oferta pública por alienação de controle, conhecida como direito de *tag along* legal, disposta no artigo 254-A, da Lei nº 6.404, de 1976. Tal mecanismo dá-se através do rateio do prêmio de controle, pago ao acionista controlador em caso de alienação de sua participação, com os acionistas minoritários. O que se almeja analisar neste trabalho é que esta divisão do prêmio de controle, *de lege ferenda*, não possui sustentação lógica por trás do mandamento legal, reduzindo a liquidez das operações de alienação de controle no mercado de capitais, aumentando o custo de transação das operações de alteração de controle de companhias. Adicionalmente, serão analisadas as diversas teorias acerca do legitimado a perceber o prêmio de controle. *De lege lata*, analisar-se-á as diversas controvérsias advindas da aberta interpretação do dispositivo legal em comento.

Palavras-chave

Artigo 254-A - direito comparado – *tag along* legal – oferta pública por alienação de controle – oferta pública à posteriori – alienação de controle – *corporate law* - direito brasileiro.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	10
1. CONCEITOS FUNDAMENTAIS	12
1.1. DIFERENTES SIGNIFICANTES DA PALAVRA CONTROLE	12
1.1.1. <i>Acionista Controlador</i>	13
1.1.2. <i>Bloco de Controle</i>	15
1.1.3. <i>Poder de Controle</i>	16
1.2. DISSOCIAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE SOCIAL E CONTROLE	27
1.3. PRÊMIO DE CONTROLE	28
1.4. ALIENAÇÃO DE CONTROLE	31
2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA.....	33
2.1. TRATAMENTO NO DECRETO Nº 2.627/40 E DEBATES SOBRE O <i>TAG ALONG RIGHT</i>	33
2.2. ART. 254, DA LEI Nº 6.404/76 E A RESOLUÇÃO CMN Nº 401/76	42
2.3. PRIVATIZAÇÕES NA DÉCADA DE 90 E A LEI Nº 9.457/97	44
2.4. TRATAMENTO NA LEI Nº 6.404/76, APÓS A REFORMA DE 2001	48
3. HIPÓTESES DE INCIDÊNCIA DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE E CONTROVÉRSIAS	51
3.1. ALIENAÇÃO DE CONTROLE MINORITÁRIO	51
3.1.1. <i>Entendimento Doutrinário</i>	51
3.1.2. <i>Entendimento Jurisprudencial</i>	53
3.2. CONSOLIDAÇÃO DE BLOCO DE CONTROLE	55
3.2.1. <i>Ingresso de Novo Acionista no Bloco de Controle Compartilhado com Participações Dísparas</i>	55
3.2.2. <i>Alienação de Participação Entre Acionistas do Bloco de Controle Compartilhado</i>	56
3.3. ALIENAÇÃO DO BLOCO DE CONTROLE EM REESTRUTURAÇÃO DE GRUPO ECONÔMICO.....	59
3.4. ALIENAÇÃO DE CONTROLE POR ETAPAS	61
3.4.1. <i>Entendimento Doutrinário</i>	61
3.4.2. <i>Entendimento Jurisprudencial</i>	62
3.5. ALTERAÇÃO DO CONTROLE ÍNDIRETO DECORRENTE DE REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA	64
3.5.1. <i>Entendimento Doutrinário</i>	65
3.5.2. <i>Entendimento Jurisprudencial</i>	66
3.6. ALIENAÇÃO COM DESÁGIO	68
3.6.1. <i>Entendimento Doutrinário</i>	69
3.6.2. <i>Entendimento Jurisprudencial</i>	70
4. TEORIAS ACERCA DA PERCEPÇÃO DO PRÊMIO DE CONTROLE	72
4.1. DIFERENTES TEORIAS NO DIREITO NORTE-AMERICANO	72
4.1.1. <i>Percepção do Prêmio pela Companhia</i>	72
4.1.2. <i>A Teoria da “Equal Opportunity Rule”</i>	78
4.1.3. <i>A Teoria da “Market Rule”</i>	81
4.2. DIFERENTES TEORIAS NO DIREITO BRASILEIRO	84
4.2.1. <i>Socialização do Prêmio</i>	85
4.2.2. <i>Percepção do Prêmio pelo Acionista Controlador</i>	86
4.2.3. <i>Percepção do Prêmio pelo Poder Público</i>	88
4.2.4. <i>Direito de Retirada dos Minoritários em Razão de Alienação de Controle</i> 90	
5. CONCLUSÃO.....	94

Lista de abreviações

BACEN – Significa o Banco Central do Brasil

Brasil – Significa a República Federativa do Brasil

CVM – Significa a Comissão de Valores Mobiliários

EUA – Significa os Estados Unidos da América

ICVM 361 – Significa a Instrução CVM nº 361, de 2002

LSA – Significa a Lei nº 6.404, de 1976

Reforma de 1997 – Significa a Lei nº 9.457, de 1997

Reforma de 2001 – Significa a Lei nº 10.303, de 2001

Introdução

O art. 254-A, da LSA estabelece a obrigatoriedade de um eventual adquirente do controle de uma companhia aberta, em caso de efetiva alienação do bloco de controle, lançar uma oferta pública para aquisição de até a totalidade das ações com direito a voto da companhia, pelo preço equivalente a 80% do preço pago pelas ações integrantes do bloco de controle (“OPA por Alienação de Controle” ou “*Tag Along Right*”).

A OPA por Alienação de Controle foi inserida no ordenamento jurídico brasileiro em 1976, hipótese em que o art. 254 da LSA assegurava aos acionistas minoritários o direito de perceber o prêmio de controle em iguais condições com o acionista controlador, mediante oferta pública.

Em 1997, o Governo Federal, com ânimo de viabilizar a integral percepção do prêmio de controle pela União Federal, devido por força de eventual alienação do controle das sociedades de economia mista privatizadas à época, editou a Lei nº 9.457, de 1997, revogando expressamente as disposições do art. 254 da LSA.

Em 2001, quando da entrada em vigor da Lei nº 10.303, de 2001, o art. 254-A foi inserido na LSA, com a mesma redação atualmente vigente.

Há, no ordenamento jurídico brasileiro, outras modalidades de oferta pública, voluntárias ou obrigatórias, as quais são regulamentadas, incluindo a OPA por Alienação de Controle, pela ICVM 361. Este trabalho tem como escopo delimitado o regime jurídico da OPA por Alienação de Controle, de forma que as disposições doravante mencionadas não se aplicam, necessariamente, às demais modalidades de oferta pública.

Este trabalho visa analisar, *de lege ferenda*, as diferentes teorias acerca da percepção do prêmio de controle de companhias abertas e analisar que a finalidade original do dispositivo legal, tal como foi originalmente elaborado, já se exauriu; bem como analisar, *de lege lata*, as diversas controvérsias

acerca da sua aplicação. Para tanto, este trabalho se dividirá em cinco capítulos.

No primeiro capítulo, serão estabelecidos conceitos preliminares e fundamentais para a compreensão plena do regime da OPA por Alienação de Controle e as suas eventuais hipóteses de incidência.

No segundo capítulo, serão tratados os principais marcos da evolução legislativa do regime da OPA por Alienação de Controle, buscando analisar os fundamentos pelos quais este instituto foi inserido no ordenamento jurídico brasileiro.

No terceiro capítulo, abordar-se-ão algumas hipóteses de incidência do *Tag Along Right*, bem como as controvérsias doutrinárias e jurisprudenciais acerca do tema.

No quarto capítulo, serão apresentadas as diferentes teorias concernentes à percepção do prêmio de controle das companhias abertas brasileiras e das *corporations* norte-americanas, objeto de discussão por juristas brasileiros e estrangeiros.

No quinto e último capítulo, será feita uma retrospectiva dos principais tópicos tratados no decorrer dos outros capítulos, bem como a conclusão, *per si*, das ideias aqui propostas.

Com ânimo de fidelizar a finalidade analítico-acadêmica deste trabalho, bem como não macular a opinião do leitor com apontamentos do autor acerca do tema, os 4 primeiros capítulos são escritos de forma expositiva, sem qualquer juízo de valor. Os apontamentos e conclusões acerca do tema se encontram na conclusão deste trabalho.

1. Conceitos Fundamentais

1.1. Diferentes Significantes da Palavra Controle

Não raro, vê-se, na língua portuguesa, palavras que possuem diferentes acepções. Em outras palavras, uma mesma palavra carrega diferentes sentidos, dependendo do contexto. A isto se confere o nome de polissemia. Um exemplo de polissemia é a palavra empresa.

Com a finalidade de analisar os diversos perfis da empresa, o jurista italiano Alberto Asquini¹, conceitua os significantes da palavra empresa de forma poliédrica, dividindo-se em sentido objetivo, subjetivo, funcional e corporativo. Posteriormente, a análise do renomado jurista foi traduzida por Fábio Konder Comparato nos mesmos termos, dentre os quais se destaca²:

Traduzir os termos econômicos em termos jurídicos é tarefa do intérprete, como advertiu corretamente Santoro-Passarelli, no fascículo precedente desta Revista. Mas, defronte ao direito o fenômeno econômico de empresa se apresenta como um fenômeno possuidor de diversos aspectos, em relação aos diversos elementos que para ele concorrem, o intérprete não deve agir com o preconceito de que o fenômeno econômico de empresa deva, forçosamente, entrar num esquema jurídico unitário. Ao contrário, é necessário adequar as noções jurídicas de empresa aos diversos aspectos do fenômeno econômico. Donde, para indicar um aspecto jurídico próprio de empresa econômica, o código adotou um particular *nomem juris*, que deve ser respeitado.

Outro exemplo de polissemia – e que aqui ganhará maior enfoque – é a palavra controle. Dentro do universo do direito societário, a palavra controle ganha diversas expressões, tendo em vista que, dentro do próprio ramo de direito, possui diversos significantes, a variar do contexto. Pode-se referir à palavra controle como, incluindo, mas não se limitando, poder de controle, bloco de controle, alienação de controle, acionista controlador, conforme abaixo se passa a expor.

¹ ASQUINI, Alberto. *Profili dell'impresa*, in Rivista del Diritto Commerciale. 1943. v. 41, I.

² COMPARATO, Fábio Konder. *Perfis da Empresa*, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo. 1996. v. 104. p. 113.

1.1.1. Acionista Controlador

O conceito é definido como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que, cumulativamente, (i) é titular de direito de sócio que lhe assegure a preponderância permanente nas assembleias gerais da companhia e tem o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) usa efetivamente este poder para orientar o funcionamento da companhia. Tal conceito foi introduzido pela LSA, no art. 116, o qual preceitua, *ipsis litteris*, que³:

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

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

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.

Da redação supramencionada se extraem algumas assertivas fundamentais. Primeiramente, vê-se que, para efeitos de qualificação de acionista controlador, é prescindível que este seja o efetivo titular das ações, tendo em vista que basta que seja titular de direitos de sócio e não proprietário das ações *per si*. Desse modo, pode haver o caso de um usufrutuário de ações que, através dos direitos políticos, exerce o controle da companhia. Na esteira deste raciocínio, destaca-se⁴:

O acionista controlador, em regra, tem qualidade de acionista porque os direitos de voto são conferidos pelas ações a seus proprietários, mas a lei usa a expressão “titular de direitos de sócio” para abranger a hipótese de esses direitos serem exercidos pelo usufrutuário das ações.

³ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm, acesso em 31.10.2019.

⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2ª edição. Rio de Janeiro. Editora Forense. 2017. p. 592.

Outra assertiva é que este poder precisa ser efetivamente exercido. Portanto, pode-se ter a hipótese contrária à supramencionada. Um acionista que é titular de ações suficientes para lhe assegurar a preponderância nas assembleias gerais da companhia e eleger a maioria da administração, contudo, não exerce este poder efetivamente.

Neste particular, este acionista, para efeitos do art. 116 da LSA, não se qualificará como acionista controlador, pois o efetivo exercício deste direito é condição *sine qua non* para a qualificação de acionista controlador. Esta é a interpretação cabível, conforme se extrai da exposição de motivos da LSA⁵:

A caracterização do “acionista controlador” é definida no parágrafo único do artigo 116 e pressupõe, além da maioria dos votos, o efetivo exercício do poder de controle para dirigir a companhia. Exemplificando, no artigo 117, modalidades mais freqüentes de exercício abusivo do poder pelo controlador, o Projeto não exclui outras hipóteses, que a vida e a aplicação da lei se incumbirão de evidenciar.

Há aparente contradição entre a necessidade do efetivo exercício do poder de controle previsto nos arts. 116 e 243, ambos da LSA. Isto porque, ao analisar a redação do art. 243, §2º da LSA, vê-se que estabelece conceito de controle muito similar ao previsto no art. 116 da LSA, exceto pela omissão da necessidade de usar efetivamente o controle para dirigir os negócios sociais. *In litteris*:

Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.

§ 1º São coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa.

§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

§ 3º A companhia aberta divulgará as informações adicionais, sobre coligadas e controladas, que forem exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 4º Considera-se que há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la.

⁵ <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>, acesso em 01.11.2019.

§ 5º É presumida influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.

Partindo da premissa que o legislador não usa ou omite palavras em vão, pode-se entender que esta omissão exclui o requisito do efetivo exercício do poder de controle em caso de sociedade controladora.

Contudo, ao analisar a exposição de motivos da LSA, vê-se que esse uso efetivo existe, mas é presumido, em razão das particularidades inerentes aos grupos econômicos. Veja-se:

O conceito de sociedade controladora corresponde ao de acionista controlador, do parágrafo único do artigo 116, com as adaptações necessárias para compreender quaisquer formas de sociedades controladas (e não apenas a de companhia) e a possibilidade de controle indireto, através de cadeia ou pirâmide de sociedades. Além disso, não se requer, no caso de sociedades, o efetivo exercício do poder de dirigir as atividades das sociedades controladas, que se presume nas relações intersocietárias.

1.1.2. Bloco de Controle

É o meio pelo qual o acionista controlador se mune para viabilizar o exercício do seu poder. Portanto, cuida-se da universalidade de fato que a união do poder político, proporcionado por diversas ações, confere a um indivíduo – ou conjunto de indivíduos vinculados via acordo de voto – para fazer valer sua vontade nas assembleias gerais e eleger a maioria da administração. A universalidade de fato está disciplinada no art. 90, do Código Civil, de 2002, o qual vige com a seguinte redação⁶:

Art. 90. Constitui universalidade de fato a pluralidade de bens singulares que, pertinentes à mesma pessoa, tenham destinação unitária.

Parágrafo único. Os bens que formam essa universalidade podem ser objeto de relações jurídicas próprias.

Esta assertiva, de que o bloco de controle é uma universalidade de fato, advém do fato de que cada ação utilizada para o exercício do poder de controle, quando analisada em apartado das demais ações, não possui nada de diferente das ações dos demais acionistas, que são titulares de ações da

⁶ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm, acesso em 31.10.2019.

mesma espécie. Nem poderiam, tendo em vista que o art. 109, §1º, da LSA⁷ obriga as ações da mesma classe e espécie a serem iguais em direitos e obrigações.

A união de ações, enquanto tratado como universalidade de fato, é um bem jurídico, não fático. É oriunda do fato de as ações integrantes do bloco de controle serem de propriedade de uma pessoa (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto). Assim, podem ser, a título ilustrativo, alienadas, cedidas, oneradas ou gravadas. São passíveis do uso, gozo e disposição, assim como qualquer outro bem do domínio do proprietário.

Especificamente no que concerne o conceito de bloco de controle, é importante destacar os ensinamentos de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira⁸:

O bloco de controle é uma universalidade de fato – é considerado coisa coletiva apenas em razão da identidade da pessoa (ou grupo de pessoas) titular das ações que o compõem: (a) as ações são coisas simples que somente podem ser desdobradas ou grupadas mediante alteração do estatuto social, observados os preceitos da lei; (b) o titular de duas ou mais ações possui cada uma delas como objeto distinto de direito; e (c) o bloco de controle somente existe enquanto as ações são de propriedade da mesma pessoa (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas).

1.1.3. Poder de Controle

O poder de controle, por outro lado, está implícita e explicitamente presente em diversos dispositivos da LSA, tais como, exemplificativamente, os arts. 116, 117, 118, 243, §2º, 257, §2º, bem como em diversas outras hipóteses. Neste particular, comentam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira⁹:

A noção de poder de controle consta dos artigos 116 e 243, §2º, da lei, que definem “acionista controlador” e “sociedade controlada”; e embora a expressão “poder de controle” apareça somente no §2º do artigo 118, a lei se refere ao controle como modalidade de “poder” em diversos outros dispositivos: explicitamente, nos artigos 116, 117 e 118, e, implicitamente, ao usar as expressões “assegurar o controle” (no §2º do art. 257 e no item III do art. 271), “exercer o controle” (no

⁷ “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) §1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.”

⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. Cit., p. 600.

⁹ Ibid, p. 598.

§1º do art. 265) e “sociedade sob controle” (no §3º do art. 168, no parágrafo único do art. 236, no parágrafo do art. 269 e no art. 278).

Trata-se da formação de uma maioria pré-constituída do bloco votante na figura de uma pessoa (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto), assegurando a preponderância nos conclave da companhia. Isto confere, portanto, maior previsibilidade às deliberações sociais, tendo em vista que o seu curso, muito amiúde, já estará predeterminado.

Nada obstante, há situações, ainda que poucas na realidade brasileira, nas quais as ações da companhia estão totalmente dispersas no mercado, portanto, a maioria das ações estão no *float*, de forma que a maioria não está sob a titularidade de uma pessoa (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto). Nestes casos, a maioria se formará durante as reuniões da assembleia geral, conforme pontuam Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira¹⁰:

O poder de controle existe quando a maioria da Assembleia Geral é pré-constituída mediante reunião na mesma pessoa, ou grupo de pessoas, da titularidade de direitos de voto que asseguram permanentemente a maioria nas reuniões da Assembleia Geral.

[...]

Nas companhias em que a propriedade das ações com direito de voto se acha pulverizada entre grande número de pessoas, a maioria dos acionistas somente existe e pode ser identificada durante as reuniões da Assembleia Geral; e seus membros variam em função da polarização dos acionistas ao exercerem o direito de voto a favor ou contra cada proposta submetida à deliberação do órgão. Essa pulverização da polaridade das ações não existe, todavia, na maioria de sociedades anônimas concretas, nas quais um acionista (ou um grupo de acionistas ligados entre si por outras relações que não as de sócio da companhia) é titular de direitos de voto que lhe asseguram, de modo permanente, a formação da maioria nas deliberações da Assembleia Geral. Praticamente todas as companhias brasileiras apresentam essa característica.

O poder de controle é uma abstração político-fática, não jurídica, tendo em vista que não possui qualquer tutela jurídico-normativa no ordenamento jurídico brasileiro. Portanto, por mais que seja constatado na prática, o poder de controle, *per si*, não poderá ser alienado, tendo em vista que deriva das ações que integram o bloco de controle. Dessa forma, o poder

¹⁰ Ibid, pp. 599 e 600.

de controle segue a mesma sorte que o bloco de controle. Isto não quer dizer, contudo, que não se possa ter o exercício do poder de controle por terceiros – como no caso dos usufrutuários das ações do bloco de controle.

Assim, o poder de controle não pode ser objeto de negócio jurídico. O objeto do negócio jurídico são as ações que conferem o exercício do direito de voto, que irão, conseqüentemente, lastrear o exercício deste poder de controle.

É digno de nota afirmar que o exercício do poder de controle não poderia ser um bem jurídico, exatamente pelo fato de o controle estar disperso entre o poder de voto que cada ação que o titular do poder de controle tem. Não há a possibilidade de ter uma ação com mais direitos políticos que outra. Dessa forma, as ações do controlador, quando analisadas em apartado, são idênticas às ações de qualquer outro acionista, isto é, caso sejam da mesma classe e espécie. O poder de controle nasce pela união dessas ações.

Outro aspecto importante é que o poder de controle possui apenas um liame político. Não há qualquer benefício econômico conferido ao acionista controlador em razão do exercício do poder de controle, uma vez que as ações são idênticas entre si. Portanto, quando da distribuição de dividendos da companhia ou proventos de qualquer outra natureza, o valor recebido por ação será igual para todos os acionistas, controlador ou não. Sobre estes aspectos, pontua-se¹¹:

O poder de controle da companhia não é o poder jurídico contido no complexo de direitos da ação: cada ação confere apenas o direito (ou o poder jurídico) de um voto. O poder de controle nasce do fato da reunião na mesma pessoa (ou grupo de pessoas) da quantidade de ações cujos direitos de voto, quando exercidos no mesmo sentido, formam a maioria nas deliberações da assembleia geral. Não é, portanto, bem do patrimônio, no sentido de objeto de direito subjetivo apreciável economicamente.

Essa natureza do poder de controle fica evidente quando se considera que (a) não há norma legal que confira ou assegure o poder controle: ele nasce do fato da formação do bloco de controle e deixa de existir com a 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

¹¹ Ibid. p. 601.

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 por meio do exercício regular do direito (ou poder jurídico) de voto nas deliberações da Assembleia Geral.

O acionista controlador (pessoa natural ou jurídica) não é, portanto, “sujeito ativo” de poder de controle: tem ou detém esse poder enquanto titular (ou sujeito ativo) de direitos de voto em número suficiente para lhe assegurar a maioria nas deliberações da assembleia geral.

Assim, partindo da premissa que as ações são juridicamente idênticas, o único elemento que diferencia as ações afetadas ao exercício do poder de controle das demais é a união dessas ações para uma finalidade comum, sendo operadas de forma alinhada, por uma pessoa (ou conjunto de pessoas vinculadas por acordo de voto).

O poder de controle não advém de direitos diferenciados conferidos às ações do acionista controlador, mas do tratamento ímpar que a aglomeração dessas ações gera. Destaca-se os ensinamentos de Fábio Konder Comparato¹²:

Não se pode, neste ponto, eludir uma grave indagação: esse controle-dominação, na sociedade anônima, constitui uma noção unívoca ou plurívoca? Existirá um só ou, ao contrário, existirão vários poderes de dominação, na sociedade anônima, de sentido diverso?

Efetivamente, a análise do fenômeno não deve reduzir-se a aspectos legais, sob pena de mirar-se numa exegese estéril de palavras. O exercício do poder, em qualquer sociedade, nem sempre se ajusta ao modelo normativo. Há poderes de fato e poderes de direito, assim como há soberanias efetivas e soberanias meramente formais, destituídas de qualquer efetividade.

1.1.3.1. Modalidades de Controle

Ao brindar o ordenamento jurídico com uma das mais célebres obras acerca do poder de controle das sociedades anônimas, Fábio Konder Comparato vislumbrou diferentes modalidades de exercício do poder de controle, quais sejam, majoritário, minoritário e totalitário, as quais foram incorporadas ao direito brasileiro pela LSA. Adicionalmente, a doutrina ainda classifica a existência das modalidades de controle gerencial, externo

¹² COMPARATO, Fábio Konder, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro: Ed. Forense, 4ª ed., 2005, pp. 45 e 46.

e piramidal. Estas não foram chanceladas pela LSA, o que não quer dizer que não existam na prática.

A) Controle Majoritário

A modalidade de poder de controle mais comum no mercado de capitais brasileiro é o poder de controle majoritário. Conceitualmente, pode-se definir o controle majoritário como aquele em que determinada pessoa (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto) é titular de mais da metade do capital social. Neste particular, ensina-nos Paulo Eduardo Penna¹³:

Ocorre [o poder de controle majoritário] quando há um acionista (ou grupo de acionistas) proprietário da metade mais uma das ações votantes da companhia, com base nas quais consegue fazer prevalecer a sua vontade nas assembleias gerais da companhia, independentemente da atuação dos demais acionistas votantes.

O controle majoritário confere o direito de prevalecer a sua vontade na maioria das deliberações postas na ordem do dia das assembleias gerais, contudo, não confere a prevalência em todas as deliberações.

A lei ou o estatuto social podem exigir quórum especial para aprovação de determinadas deliberações, sendo necessária a anuência de número superior à maioria do capital votante do conclave. A título de exemplo, o art. 215, §1º da LSA exige a aprovação de 90% das ações da companhia para aprovar condições especiais para partilha do ativo remanescente da companhia em estado de liquidação, veja-se:

Art. 215. A assembléia-geral pode deliberar que antes de ultimada a liquidação, e depois de pagos todos os credores, se façam rateios entre os acionistas, à proporção que se forem apurando os haveres sociais.

§ 1º É facultado à assembléia-geral aprovar, pelo voto de acionistas que representem 90% (noventa por cento), no mínimo, das ações, depois de pagos ou garantidos os credores, condições especiais para a partilha do ativo remanescente, com a atribuição de bens aos sócios, pelo valor contábil ou outro por ela fixado.

Ainda, a lei exige a totalidade do capital social da companhia para aprovar determinadas deliberações em assembleia. Neste particular, vale

¹³ PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 24.

menção o art. 300 da LSA c/c art. 72 do Decreto Lei nº 2.627, de 1940¹⁴, que exigem a unanimidade do capital social da companhia para alterar a nacionalidade da companhia, conforme se explicita abaixo:

Art. 300. Ficam revogados o Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, com exceção dos artigos 59 a 73, e demais disposições em contrário.

Art. 72. A sociedade anônima ou companhia brasileira somente poderá mudar de nacionalidade mediante o consentimento unânime dos acionistas.

Nessas exceções, a maioria do capital social não se faz suficiente para aprovar essas deliberações. O legislador entendeu que uma ingerência maior na companhia é necessária para tomar estas decisões.

B) Controle Totalitário

Passadas as lições acerca do controle majoritário, temos o conceito de controle totalitário. Este, sim, representa uma modalidade de controle na qual não há qualquer obstáculo para a preponderância do acionista no conclave. Como o termo já intui, controle totalitário é aquele no qual o acionista (ou grupo de acionistas vinculados por acordo de voto) é titular da totalidade do capital social da companhia. Isto possibilita com que sejam aprovadas quaisquer das deliberações sociais. Na esteira deste raciocínio, destaca-se¹⁵:

O controle totalitário se dá quando a totalidade das ações se concentra nas mãos de um único acionista (ou grupo de acionista, vinculados por acordo de votos). Não há, nessa modalidade, qualquer dissociação entre propriedade e controle.

C) Controle Minoritário

Temos, ainda, representando a última hipótese vislumbrada pelo legislador brasileiro, o controle minoritário. O controle minoritário é muito comum em mercados de capitais mais desenvolvidos; representa a situação fática na qual o capital da companhia está tão pulverizado, que um grupo de acionistas, mesmo não possuindo a maioria do capital votante da companhia, consegue controlá-la.

¹⁴ Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del2627.htm, acessado em 20.11.2019.

¹⁵ Ibid. p. 23.

Pode-se, também, ter o exercício de poder de controle minoritário quando há, na companhia, um acionista que é titular de mais da metade das ações com direito a voto, mas que não exerce tal poder de controle, ficando o controle a cargo do acionista com a segunda maior participação. Sobre este aspecto, nos ensina José Edwaldo Tavares Borba¹⁶:

Nas grandes companhias abertas, cujo capital votante se encontra disseminado no mercado, enfrenta-se o problema do absenteísmo dos acionistas nas assembleias. Essa ausência que, em muitos casos, se estende à maioria das ações faz com que às assembleias apenas compareça uma parcela minoritária do capital votante. Nessas circunstâncias, a maioria será apurada em relação a esse grupo ativo, o que possibilita a polarização do controle na maioria dos presentes. Se o grupo ativo que costuma comparecer à assembleia representar, por exemplo 18% do capital votante, o acionista que contar com 9% do capital mais uma ação terá o controle da companhia. A essa forma de controle, apoiada em menos de 50% do capital, dá-se o nome de controle minoritário.

D) Controle Gerencial e Externo

Fora da tutela da LSA, a doutrina vislumbra mais duas modalidades de poder de controle, o controle gerencial e o controle externo. Por mais que a legislação brasileira seja omissa em relação a estas hipóteses, isto não quer dizer que não existam na prática.

O controle gerencial representa uma situação muito comum nos EUA. Quando uma *corporation* tem seu capital muito pulverizado, é comum que os acionistas confirmem aos membros da administração procurações específicas para a representação de seus interesses na assembleia geral. Nos EUA, estas procurações ganham o nome de *proxies*. Através das *proxies*, os membros da administração fazem prevalecer sua vontade de dirigir os negócios sociais, através das deliberações postas em pauta no conclave. Neste particular, afirma José Edwaldo Tavares Borba¹⁷:

O controle gerencial será o detido por administradores, em face de extrema pulverização do capital, o que lhes permitiria, através da obtenção de procurações, perpetuar-se na direção da sociedade. No Brasil ainda não se configura essa forma de controle, bastante frequente nos Estados Unidos da América.

¹⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares, *Direito Societário*, 14 ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 342.

¹⁷ *Ibid*, pp. 342 e 343.

Por outro lado, o controle externo pode ser definido como o exercício de uma influência externa tão forte que, por mais que não atue diretamente nas assembleias, consegue fazer valer sua vontade, tomando as rédeas da companhia.

Um exemplo de controle externo é o caso de um grande credor, que possui, em um contrato de empréstimo, cláusula de vencimento antecipado da dívida. Caso qualquer hipótese de vencimento antecipado ocorra, a companhia poderá falir, assim como seu acionista controlador (que, muito amiúde, figura no contrato de empréstimo como interveniente garantidor da dívida, com suas ações da própria companhia empenhadas em garantia ou em garantia fiduciária).

Outro exemplo que pode ser vislumbrado é o caso de um grande fornecedor da companhia. Não raro, as companhias de diversos setores exercem seu objeto social no setor secundário da economia, refinando as matérias-primas.

Muitas vezes, estas companhias ficam reféns de fornecedores do setor primário, que fornecem os insumos para o exercício do objeto social das companhias que atuam no setor secundário.

Dessa forma, através de contratos de fornecimento, costumam ser estabelecidas diversas avenças para as companhias seguirem, de forma que os fornecedores, indiretamente, definem diversos pontos-chave dos rumos da companhia. Destacam-se os ensinamentos de Fábio Konder Comparato¹⁸:

É mister, no entanto, ressaltar que o controle, enquanto elemento unificador do grupo econômico de subordinação, não precisa manifestar-se, necessariamente, sob a forma de participação acionária em todas as sociedades controladas. Há casos de aguda dependência externa, no suprimento de matéria-prima ou no escoamento de produção, por exemplo, os quais provocam a integração de uma sociedade em um grupo, sem participação de capital. Tal fato, evidente na onímoda experiência empresarial norte-americana, levou a administração pública e os tribunais nos Estados Unidos, à mais larga identificação do fenômeno.

¹⁸ COMPARATO, Fábio Konder. Op. Cit., p. 45.

E) Controle Piramidal e Horizontal

A estrutura de controle piramidal é um mecanismo de exercício das modalidades de controle majoritário e minoritário. Em um mundo globalizado, é muito comum haver o controle societário de diversas sociedades concentrado nas mãos de uma única entidade ou pessoa, havendo uma relação de afiliação entre todas as sociedades envolvidas nesta relação *intercompany*.

Dessa forma, podemos ter a estrutura piramidal, com o uso de diversas sociedades *holding*, com a finalidade de operar como veículos de investimento e organização patrimonial. Há, portanto, uma hierarquia entre as sociedades utilizadas para praticar o objeto social – as sociedades operacionais – e as sociedades utilizadas como organização patrimonial e distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio – as *holdings*.

Por outro lado, temos a estrutura horizontal, que se resume à concentração do controle de diversas sociedades na figura de uma única pessoa ou entidade. Portanto, vê-se uma estrutura mais plana, com menos camadas de controle societário.

A adoção de tais estruturas confere maior dinamismo aos grupos econômicos, haja vista a sinergia que pode ocorrer, como a concentração dos setores administrativos e financeiros, a divisão de um espaço comum, dentre diversos outros aspectos. Neste particular, ensina-nos Daniel Wolfenzon¹⁹:

Considerably less attention has been placed on the different structures that a single individual uses to control multiple firms. This dimension of ownership is the subject of the current paper.

In many countries, a single individual, family or coalition of families owns a number of different firms. This type of organization, sometimes referred to as a “group,” typically has a complex ownership structure. Nevertheless, some highly stylized structures can be identified. A very common one is the pyramidal structure. In this structure, an individual or family (henceforth the “entrepreneur”) obtains control over a number of firms by a hierarchical chain of ownership relations. A natural alternative is the horizontal structure. In this structure, the entrepreneur obtains control by directly holding shares in each one of the group’s constituent firms.

¹⁹ WOLFENZON, Daniel. *A Theory of Pyramidal Ownership*. p. 3. Disponível em <https://pdfs.semanticscholar.org/f60d/6eff454e77461370946d733c8479c6f49b85.pdf>. Acessado em 19.10.2019.

1.1.3.2. Formas de Aquisição do Bloco de Controle

Conforme supramencionado, o poder de controle de uma companhia, *per si*, não pode ser alienado, adquirido, onerado, transferido, gravado ou objeto de qualquer outro negócio jurídico. O que ocorre, na verdade, é a aquisição do bloco do controle, que repercutirá na transferência do poder de controle, uma vez que está atrelado às ações e não à pessoa titular das ações. Na esteira deste raciocínio, pontuam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira²⁰:

A aquisição do poder de controle pressupõe a do bloco de controle, mas os dois não se confundem: adquirir o poder de controle é obter, assumir ou passar a ter o poder de fato de controlar a companhia; adquirir o bloco de controle é tornar-se proprietário das ações que o compõem (ou, ao menos, usufrutuário titular do direito de voto por elas conferidas).

Assim, vê-se que a aquisição do controle pode se manifestar de duas formas, aquisição originária e aquisição derivada, conforme abaixo exposto.

A) Aquisição Originária

A aquisição originária pode ser conceituada como a formação primária do bloco de controle na propriedade de uma pessoa (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto). Isto é, quando da aquisição do bloco de controle, não havia, até então, bloco de controle definido.

Assim, quer via aquisição de ações de diversos outros acionistas, formando o bloco de controle, quer via celebração de acordo de acionistas, formando bloco de controle conjunto, a aquisição originária representa o surgimento de um novo controlador em uma companhia a qual não possuía controlador definido, ao menos não um controlador titular de um bloco de controle definido, de uma maioria preconstituída nas assembleias da companhia.

Portanto, a título ilustrativo, caso um adquirente celebre contrato de compra e venda de ações para adquirir ações de diversos acionistas, cada um

²⁰ LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. Cit. p. 601.

titular de 10% do capital votante da companhia, tornando-se titular de 60% do capital votante, ao fim, ocorrerá a aquisição originária do bloco de controle.

Igual o caso no qual o acionista, até então titular de 40% das ações com direito de voto da companhia, subscreve 11% das ações com direito de voto via aumento de capital da companhia, mediante a celebração de acordo de cessão de direitos de subscrição de ações com diversos acionistas minoritários. Tendo em vista que as ações foram adquiridas via cessão de direito de preferência de acionistas não controladores para a subscrição de novas ações. Nesse particular, acentua Nelson Eizirik²¹:

Porém, é indispensável, para aplicação deste artigo, que ocorra alguma transferência de ações, ou de direitos sobre elas, por pelo menos 1 (um) dos integrantes do grupo controlador, que acarrete a alienação de controle, ou seja, o surgimento de 1 (um) novo acionista controlador, nos termos do §1º.

Tal requisito justifica-se na medida em que não faz sentido exigir que o novo titular do controle acionário adquira as ações pertencentes aos minoritários, por meio da oferta pública, se ele não comprou nenhuma ação de titularidade do antigo controlador.

B) Aquisição Derivada

Antítese da modalidade supramencionada, a aquisição derivada representa a aquisição do controle por uma pessoa (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto) de outra pessoa ou grupo de pessoas que era, até então, titular do bloco de controle. Assim dispõem Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira²²:

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.

Merece destaque, contudo, que basta a pessoa alienar o bloco de controle, ainda que, enquanto titular do bloco de controle, não exerça

²¹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 189 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 430.

²² LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, Vol. 1. p. 621.

efetivamente o poder de controle. Dessa forma, basta a transferência do potencial exercício do poder de controle, ainda que este não venha sendo exercido.

A título ilustrativo, imagine-se que uma pessoa física, até então titular de 60% do capital votante de uma companhia, vem a falecer, de forma que o seu esposo herda a totalidade dessas ações. Por razões diversas, o esposo não tem interesse em dirigir os negócios sociais, sendo a companhia controlada pelo acionista com a segunda maior participação, titularizada por 20% das ações representativas do capital votante da companhia.

Caso o esposo venha a alienar a totalidade das suas ações, haverá a aquisição derivada, uma vez que, por mais que não estivesse exercendo o poder de controle na prática, o esposo alienou o potencial exercício do poder de controle, oriundo do bloco de controle.

1.2. Dissociação entre Propriedade Social e Controle

Conforme visto nos itens acima, há clara distinção entre a universalidade de fato advinda da propriedade das ações (bloco de controle) e a situação fática derivada do poder político dessas ações (poder de controle).

O exercício do poder de controle permite, através do princípio do majoritário, o controle dos rumos sociais, mesmo não sendo titular, muito amiúde, da totalidade das ações.

Contudo, na estrutura societária da companhia, tem-se ainda outros acionistas que, embora titulares de participação minoritária, também são proprietários de parcela das riquezas produtivas percebidas pela companhia. Destacam-se os ensinamentos de Adolf Augustus Berle e Gardner C. Means²³:

In discussing problems of enterprise it is possible to distinguish between three functions: that of having interests in an enterprise, that of having power over it,

²³ BERLE, Adolf Augustus e MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*, Nova Iorque: The Macmillan Company, 1950, p. 119.

and that of acting with respect to it. A single individual may fulfill, in varying degrees, any one or more of these functions.

Em complemento às ideias manifestadas por Berle e Means, Fábio Konder Comparato aduz que²⁴:

Podemos agora estabelecer a distinção dos três níveis nos quais se estabelece a estrutura de poder na sociedade anônima: o da participação no capital ou investimento acionário; o de direção; e o de controle. O controle pode provir da participação no capital, mas não se confunde com ela, como acentuaremos dentro em pouco. Por outro lado, se os diretores de uma companhia não precisam ser acionistas, é escusado dizer que o controlador nem sempre assume as funções diretivas.

Esta distinção entre titulares da propriedade social e titular do poder de controle gera grandes questionamentos na doutrina, pois, caso o bloco controle seja alienado e seja pago um prêmio de controle, quem deverá ser o titular deste prêmio? Caso se entenda que este prêmio de controle é devido aos acionistas, ele deverá ser rateado entre todos os acionistas, somente entre os titulares do bloco de controle ou entre todos os acionistas titulares de ações da mesma espécie e classe das ações do bloco de controle? É o que se passa a analisar.

1.3. Prêmio de Controle

Tema muito caro ao Direito Societário é o conceito de prêmio de controle. Como visto acima, o exercício do poder de controle, *per si*, confere uma série de benefícios potenciais em que o acionista titular deste poder passa a deter. Muito amiúde, quando da alienação das ações integrantes do bloco de controle, os adquirentes estão inclinados a pagar um sobrevalor por este poder intangível. Este sobrevalor é conhecido como prêmio ou ágio.

Este sobrevalor nada mais é do que o valor que cada ação representa, somado ao valor que um determinado adquirente está disposto a pagar em uma operação. Portanto, o mecanismo de aferição do valor do prêmio é demasiado subjetivo, uma vez que dependerá diretamente das condições de

²⁴ COMPARATO, Fábio Konder. Op. Cit., p. 41.

mercado e do quanto o adquirente está inclinado a pagar pelo valor deste intangível. Portanto, não há como mensurar o valor deste prêmio pelas métricas clássicas de avaliação de ativos empresariais.

Nesta linha, nos ensinam José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho²⁵:

[O] mercado atribui ao bloco de controle valor maior do que a soma do valor das ações que o integram porque o poder de controle constitui, para o investidor, fator de segurança do seu investimento: o investidor disposto a exercer a função de controlador paga mais para adquirir o bloco de controle porque este lhe assegura a capacidade de influir decisivamente – mediante determinação das deliberações sociais e escolha dos administradores – na sorte do seu investimento em vez de – como minoritário – confiar em que o destino da companhia dependa da competência e diligência de terceiros – o acionista controlador ou os administradores por ele escolhidos. O investidor se dispõe a pagar o prêmio de controle porque confia em que conseguirá agregar mais valor à companhia do que o conseguido pelo controlador existente

O valor do controle é, por definição, a diferença entre o valor das ações que integram o bloco de controle, consideradas como coisas singulares, e o valor que algum investidor está disposto a pagar pelo bloco de controle. Não pode ser determinado, portanto, em função do valor das ações, segundo qualquer dos critérios utilizados para avalia-las, mas somente com base em negociações no mercado e preço efetivamente pago ou ofertado pelas ações do bloco de controle.

Tais entendimentos também são compartilhados pela doutrina estrangeira, conforme preceitua Aswath Damodaram²⁶:

The value of a business is determined by decisions made by the managers of that business regarding where to invest its resources, how to fund these investments and how much cash to return to the owners of the business. Consequently, when we value a business, we make implicit or explicit assumptions about both who will run that business and how they will run it. In other words, the value of a business will be much lower if we assume that it is run by incompetent managers rather than by competent ones. When valuing an existing company, private or public, where there is already a management in place, we are faced with a choice. We can value the company as run by the incumbent managers and derive what we can call a status quo value. We can also revalue the company with a hypothetical “optimal” management team and estimate an optimal value. The difference between the status quo and optimal values can be considered the value of controlling the business.

²⁵ LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. Cit. p. 1456.

²⁶ DAMODARAM, Aswath. *The Value of Control: implications for control premia, minority discounts and voting shares differentials*. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/a41c/2445818050fa5f448120fa54db6786c78a67.pdf>. Acessado em 02.09.2019. p. 2.

É fundamental destacar que este ágio representa a precificação das ações do controle da companhia enquanto bloco, sendo condição *sine qua non* a sua alienação em conjunto, com vistas a aferir valor superior às demais ações da companhia. Isto porque, como visto, ações de mesma classe e espécie são idênticas entre si, não possuindo as ações do controle qualquer sobrevalor em relação às demais ações, quando analisadas em separado. Nessa linha, aduz Paulo Penna que²⁷:

Como outras universalidades de fato, o bloco de controle perde seu sobrevalor quando é repartido e as partes sobreviventes não são suficientes para, isoladamente, atribuir ao seu titular aquilo que era a fonte da sobrevalorização: o poder de controle. A ação originalmente integrante do bloco de controle, que seja, de forma destacada, alienada pelo controlador, sem com isso afetar a caracterização do bloco de controle, será, em princípio, precificada de forma idêntica à das demais ações da companhia de propriedade dos minoritários votantes.

Diversas razões podem levar um adquirente a valorar o prêmio de controle que pretende pagar pela companhia. Nem todas são bem-intencionadas. Parte da doutrina entende que este sobrevalor só é pago, pois, o adquirente pretende se beneficiar às custas da companhia e dos demais acionistas, conforme ensina Nelson Eizirik ²⁸, “*aceita-se pagar um sobrevalor elevado pelo controle de determinada companhia, em função da expectativa que o controlador possa recuperar seu investimento por meio da expropriação indevida de recursos da companhia*”.

Tal fenômeno é reconhecido pela doutrina estrangeira como *private benefits of control*, conforme ensina John C. Coffee Jr.²⁹:

The term ‘private benefits of control’ is shorthand expression for all of the ways in which those in control of a corporation can siphon off benefits to themselves that are not shared with the other shareholders, including through (i) above-market salaries, (ii) unfair self-dealing transactions with the corporation, (iii) insider trading, or (iv) the issuance of shares to themselves at dilutive prices”.

²⁷ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit. p. 29.

²⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriana B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 587.

²⁹ COFFEE JR., John C. *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*. Columbia University School of Law, janeiro de 2001. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=3334&context=penn_law_review, acessado em 02.09.2019. p. 7.

Portanto, segundo Coffee Jr., os *private benefits of control* representam um potencial benefício, conferido aos acionistas controladores, para aprovar deliberações em benefício particular e eventual prejuízo à companhia.

Nesse particular, merece destaque que os *private benefits of control* são benefícios em potencial, apesar de, não raro, serem tratados como uma verdade absoluta, uma atitude e condição inerente à qualidade de acionista controlador.

1.4. Alienação de Controle

Por fim, para se analisar se determinada situação disparará a necessidade de realização de uma OPA por Alienação de Controle, há de se aferir se, de fato, houve uma alienação do bloco de controle.

A alienação de controle foi definida de forma ampla pelo legislador, através da Lei nº 10.303, de 2001, tentando abarcar o maior número possível de cenários, para evitar que o mercado desenvolva sofisticadas estruturas, evitando o disparo do *Tag Along Right*. Neste sentido, dispõe o art. 254-A, §1º:

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.

O art. 254, em sua redação original, sequer definia quais operações seriam passíveis de disparar a necessidade de realizar OPA por Alienação de

Controle, ficando este escrutínio a cargo da CVM, quando da apreciação de situações em concreto. Nessa esteira, afirma Nelson Eizirik³⁰:

A Lei nº 10.303/2001 conferiu uma acepção ampla à expressão “alienação do controle acionário”, nela incluindo todas as hipóteses que, de acordo com as decisões proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários na análise dos casos ocorridos na vigência da redação original da Lei das S.A., caracterizam a efetiva transferência do poder de controle sobre determinada companhia aberta.

Ao regulamentar o procedimento da OPA por Alienação de Controle e das demais ofertas públicas, a CVM complementou o disposto no art. 254-A, da LSA, tentando abarcar da forma mais abrangente possível o número de operações que poderiam eventualmente disparar a necessidade de se realizar uma OPA por Alienação de Controle.

Assim, além das hipóteses contempladas na LSA, o art. 29, §5º, da ICVM 361 estabelece que “[s]em 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”³¹. Segundo Nelson Eizirik³²:

Com o propósito de preservar a amplitude do conceito de “alienação de controle” para efeito de aplicação da oferta pública prevista neste artigo [254-A], a Comissão de Valores Mobiliários, após enumerar um elenco exemplificativo de operações que podem ensejar a alienação do controle acionário, expressamente ressalva que ela poderá determinar a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar a ocorrência de alienação do controle de companhia aberta.

Assim, pode-se concluir que o rol de hipóteses vislumbradas pela LSA e pela ICVM 361 são bem abrangentes. Adicionalmente, o referido rol é meramente exemplificativo, possibilitando a CVM a declarar a realização de uma OPA por Alienação de Controle, ainda que a estrutura adotada não esteja prevista em lei.

³⁰ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume IV – 2ª Edição revista e ampliada – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 320.

³¹ <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst361consolidsemmarcas.pdf>, acessado em 12.10.2019.

³² EIZIRIK, Nelson. Op. Cit. p. 321.

2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA

2.1. Tratamento no Decreto nº 2.627/40 e Debates sobre o *Tag Along Right*

O Brasil, assim como muitos países em desenvolvimento, teve, por muito tempo, um mercado de capitais incipiente, com poucos agentes de mercado e baixa complexidade. Isto, por sua vez, refletia na legislação que, frente a este cenário, não se fazia necessária ser tão completa e minuciosa.

Nessa toada, o Decreto nº 2.627, de 1940 não dispunha sobre diversos aspectos que, hoje em dia, se mostram elementares para o bom funcionamento do direito societário e mercado de capitais. A título de exemplo, a figura do acionista controlador, pedra de toque da legislação atual, sequer existia.

O Decreto nº 2.627, de 1940 foi igualmente omissivo no que se refere às ofertas públicas por alienação de controle. Ora, nada mais sensato, tendo em vista que, *ad argumentandum tantum*, como se aplicar um regime de socialização do prêmio de controle de uma companhia, quando sequer existia a definição de acionista controlador? Tais debates só se fizeram necessários quando o mercado de capitais brasileiro foi se tornando mais desenvolvido e sofisticado. Neste aspecto, ensina-nos Paulo Penna³³:

O Decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940 (“Decreto-lei 2.627/40”), que disciplinou as sociedades anônimas no País até 1977, não dispunha sobre a figura do acionista controlador e muito menos sobre o destino do prêmio de controle pago na aquisição das ações do bloco de controle. Os debates acerca da instituição, no País, de regra sobre as alienações de controle de companhia aberta despontam no início da década de 1970, impulsionados pelo conturbado processo de concentração de instituições financeiras, que muitos prejuízos causou aos minoritários.

Os debates acerca da instituição do *Tag Along Right* no Brasil começaram com o processo de concentração das instituições financeiras, que se deu em função de ação do Poder Público, quando o Governo Federal parou

³³ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit., p. 48.

de conceder as cartas patentes, isto em uma época “*em que todos queriam entrar no mercado ao mesmo tempo, do mesmo jeito, com a mesma orientação, e sem a existência de um mecanismo neutralizador que viesse a coibir os excessos*”³⁴.

As cartas patentes representavam uma outorga do Poder Público, uma licença, que autorizava as instituições financeiras a abrirem agências bancárias. Com isto, o Poder Público criou uma limitação mecânica ao crescimento do setor financeiro-bancário brasileiro, que, à época, estava longe de alcançar seu limiar natural, clamando por mais concessões de cartas patentes.

Merece destaque que, apesar de à época não terem sido concedidas novas cartas patentes, havia como se viabilizar o crescimento de uma instituição financeira, através da aquisição do controle para posterior incorporação de outra. Isto porque já se admitia a sucessão universal de direitos e obrigação por parte da incorporadora sobre o patrimônio da incorporada, à luz do art. 152, do Decreto nº 2.627, de 1940:

Art. 152. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. § 1º A sociedade anônima incorporadora deverá, em assembléia geral, na forma desta lei, aprovar as bases da operação e o projeto de reforma dos estatutos. As sociedades que houverem de ser absorvidas tomarão conhecimento desses atos e, si os aprovarem, autorizarão os administradores a praticar os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição em bens pelo valor que se verificar entre o ativo e o passivo.

§ 2º A assembléia geral da sociedade anônima incorporadora nomeará os peritos para a avaliação do patrimônio líquido das sociedades que tenham de ser incorporadas, e, aprovado o laudo da avaliação, promoverão os diretores daquela sociedade o arquivamento e a publicação dos respectivos atos.

§ 3º Os sócios ou acionistas das sociedades incorporadas, aprovado o laudo da avaliação pela assembléia geral da sociedade anônima, incorporadora, deverão reunir-se e declarar extintas as sociedades incorporadas, arquivando-se e publicando-se em seguida os respectivos atos, juntamente com os referidos no parágrafo anterior.

³⁴ Apud COSTA, Roberto Teixeira da. *Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2006. pp. 51 e 52.

Neste aspecto, dispõe acertadamente Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira³⁵:

A proposição de que os acionistas minoritários devem participar do valor de ‘controle da companhia’ surgiu entre nós em razão do elevado valor atribuído ao controle nos negócios mediante os quais uma instituição financeira comprava ações de controle de outra, para em seguida incorporá-la; e como o artigo 255 foi introduzido no Anteprojeto da Lei com o objetivo de corrigir praxe que se estabelecera entre nós nesse tipo de negócio, seu conhecimento é necessário para compreender e interpretar o regime da lei sobre alienação de controle de companhia aberta.

A partir da década de 1950, a política adotada pelo Governo Federal, de limitar a expansão das agências bancárias e estimular a concentração dos bancos comerciais (reduzindo seu número e criando instituições de maior porte), teve como conseqüência o argumento do valor dos bancos comerciais: impedidos de expandir suas redes de agências pela obtenção de novas autorizações outorgadas pela autoridade administrativa, os bancos passaram a buscar seu crescimento através de fusões e – mais comumente – da incorporação de outros bancos.

Portanto, era muito comum que uma instituição financeira incorporasse outra, sucedendo-a em todos os direitos e obrigações, inclusive para efeitos de sucessão da titularidade das cartas patentes. Assim, viabilizava-se o crescimento das instituições financeiras, bem como a concentração de agentes de mercado neste segmento.

Embora esse ativo intangível integrasse o patrimônio das instituições financeiras, que por sua vez era cedido na incorporação, as cartas patentes não eram contabilizadas nas demonstrações financeiras das companhias, não integrando o valor de patrimônio líquido da companhia e, conseqüentemente, não sendo consideradas na relação de troca das ações, nem aferidas no processo de *valuation* das ações da instituição financeira incorporada na incorporação. Isto não quer dizer, contudo, que as cartas patentes não possuíam valor, muito pelo contrário.

Tendo em vista que esse valor das cartas patentes não era contabilizado na relação de troca das ações, possibilitava-se ao adquirente pagar um valor a maior, um ágio, pelo controle daquela companhia. Este valor era recebido integralmente pelo acionista controlador.

³⁵ LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* (pressupostos, elaboração, aplicação). Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 735.

Isso gerava amplas críticas no mercado, pois se pagava ao acionista controlador um ágio em razão da transferência de um bem (i.e. as cartas patentes) que não era de titularidade do acionista controlador, era da companhia. O acionista minoritário se prejudicava ao fim desta operação, tendo em vista que parte significativa do ativo da companhia não era contabilizado na relação de substituição das ações, sendo pago a eles um valor muito inferior ao pago ao acionista controlador, que se locupletava às custas da companhia. Nessa esteira de raciocínio, veja-se³⁶:

Este processo de concentração tem suas origens na década de 1950, quando o Governo Federal passa, por um lado, a se recusar a conceder novas licenças para a abertura de agências bancárias (as “cartas patentes”), então em número limitado, e, por outro, a estimular o agrupamento de bancos comerciais, com o objetivo de criar no País grandes conglomerados financeiros. Diante da impossibilidade de obter novas cartas patentes para abrir filiais, a expansão da rede bancária dependia da aquisição de outras instituições. Desse modo, as instituições bancárias com planos de expansão adquiriam outros bancos possuidores de cartas patentes e, posteriormente, promoviam a incorporação destes, consolidando na instituição incorporadora a titularidade das cartas patentes. O adquirente concordava em atribuir ao preço de aquisição de controle todo o valor das cartas patentes, já que o valor desses intangíveis não era refletido nos balanços patrimoniais dos bancos e, portanto, não era levado em conta na relação de troca de ações na incorporação. O controlador alienante auferia todo o ganho resultante do valor das cartas patentes, prejudicando os minoritários, que terminavam não participando da distribuição de um valor que correspondia a um ativo do banco incorporado.

Complementarmente, ensina-nos Guilherme Doring Cunha Pereira³⁷:

Acresce que a operação não se esgotava na alienação do controle, mas sim na incorporação da sociedade cujo controle se havia cedido, o que arrematava o prejuízo dos acionistas minoritários da incorporadora. De que forma?

A proteção essencial de todos os acionistas numa incorporação reside no estabelecimento de uma adequada relação de substituição de ações (...). Essa relação de troca, essencial para o equacionamento dos interesses dos vários grupos de pessoas envolvidos, depende fundamentalmente da avaliação que se faça do patrimônio das duas sociedades que participam da operação.

Ora, no período anterior à Lei 6.404/76, estabelecera-se a prática de avaliar as instituições financeiras que participariam de uma incorporação com base no valor de patrimônio líquido contábil delas, o que implicava a não-consideração dos intangíveis (...).

³⁶ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit. pp. 48 e 49.

³⁷ PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva. 1995. p.158.

Neste cenário, frente às amplas críticas ao que vinha ocorrendo com os acionistas minoritários das instituições financeiras, o legislador brasileiro ficou mais inclinado a buscar uma alternativa à livre transferência de controle acionário, sem prejuízo das propostas de elaboração de novo diploma legal sobre sociedades anônimas.

Assim, em 1972, o Deputado Herbert Levy apresentou o Projeto de Lei nº 1.042, que propunha o regime igualitário aos acionistas controladores e a todos os acionistas minoritários, caso ocorresse a venda do controle de companhia aberta, conforme dispôs o art. 1º do referido Projeto de Lei:

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

§ 1º - Quando a se limitar a um bloco ou blocos de ações, o preço de venda estabelecido será considerado para o total das ações e os adquirentes indenizarão os minoritários mediante bonificação em dinheiro a ser paga nos prazos acordados na venda.

§ 2º - A bonificação citada no parágrafo anterior será correspondente à diferença entre o preço do dia da ação na Bolsa da praça em que se realizar a transação e o preço de compra estabelecido, de modo que cada ação tenha o mesmo valor.

Destaca-se, ainda, a justificativa apresentada pelo então Deputado Herbert Levy³⁸:

É necessário proteger o interesse do acionista minoritário nas negociações, fora de seu consentimento, do controle acionário da empresa com grupos externos, porque muitas vezes não apenas deixam eles de perceber ágios avultados pagos pelas ações, como ainda são onerados com esses ágios que são amortizados em exercícios sucessivos, reduzindo a capacidade da empresa de pagar dividendos e bonificações às ações, aumentando o prejuízo do acionista.

Por mais que o Projeto de Lei nº 1.042/72 propusesse a adição de mandamento legal no sentido de colocar todos os acionistas da companhia em paridade de condições, quando da ocorrência de uma oferta pelo controle da companhia, o referido projeto era, por si só, um projeto de norma não autoaplicável, uma vez que carecia de um procedimento no qual esta igualdade de preços deveria ocorrer.

³⁸https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=075A91B960ADBCD685287DC26738B8D6.node1?codteor=1190024&filename=Avulso+-PL+1042/1972, acessado em 01.09.2019.

Com vistas a sanar este problema, a Bolsa de Valores de São Paulo sugeriu à Câmara dos Deputados a elaboração de um novo projeto de lei, incluindo a obrigatoriedade de aquisição das ações dos minoritários através de uma oferta pública. Nem o Projeto de Lei nº 1.042/72, nem a proposta da Bolsa de Valores de São Paulo lograram vigência. Neste particular, pontua Paulo Penna³⁹:

A primeira proposta de reforma legislativa nessa direção foi o Projeto de Lei n. 1.042, apresentado pelo Deputado Herbert Levy em 1972, que tinha por objetivo estabelecer um regime de igualdade entre todos os acionistas na venda do controle das companhias de capital aberto. Segundo notícia Carvalhosa, o projeto impunha o tratamento igualitário, mas sem dispor sobre a forma de se atingi-lo. Visando a resolver essa lacuna, a Bolsa de Valores de São Paulo encaminhou à Câmara dos Deputados novo projeto, propondo a oferta pública obrigatória de aquisição das ações dos minoritários como o meio para dar efetividade igualitário. Essas propostas acabaram não vingando.

Em 1974, com a finalidade de revisar e atualizar o Decreto nº 2.627, de 1940, vigente à época, o Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen e o Ministro do Planejamento João Paulo dos Reis Velloso submeteram ao Presidente da República Ernesto Beckmann Geisel a Exposição de Motivos CDE nº 14, de 25.06.1974 (“Exposição de Motivos CDE nº 14”).

Nesta exposição de motivos, foram estabelecidas as diretrizes e balizas sob as quais a reforma à legislação societária deveria se dar, incluindo a proteção de acionistas minoritários em caso de alienação de controle de companhia aberta. Veja-se:

F) A lei estabelecerá mecanismos que impeçam que cada ação do majoritário possua um valor potencial muito superior ao de cada ação do minoritário; para tanto a lei deve prever um sistema de oferta pública para as transações que envolvam uma parcela substantiva de transferência do capital votante, de modo a assegurar igualdade de acesso aos minoritários.

Tais diretrizes reproduziram alguns dos valores tratados no Projeto de Lei nº 1.042, do Deputado Herbert Levy. Entretanto, ao contrário do Projeto de Lei nº 1.042/72, a Exposição de Motivos CDE nº 14 era autoaplicável, estabelecendo o procedimento para lograr o direito dos acionistas

³⁹ PENNA, Paulo Eduardo, Op. Cit. p. 50.

minoritários, através de oferta pública. Nesta linha, acentuam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira⁴⁰:

As diretrizes aprovadas encampavam, portanto, a reivindicação de alguns, expressa no Projeto do Deputado Herbert Levy, de assegurar aos acionistas minoritários, através de oferta pública, a oportunidade de vender suas ações ao mesmo preço unitário obtido pelo acionista controlador ao vender o bloco de controle.

Escolhidos para elaborar o anteprojeto da nova lei das sociedades anônimas, os renomados juristas Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira tiveram a árdua tarefa de elaborar uma nova lei que atendesse a todas as diretrizes da Exposição de Motivos CDE nº 14, acompanhasse as inovações no mercado de capitais e harmonizasse com os princípios e alicerces do direito societário⁴¹.

Haja vista a discordância de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira com a adoção de tal previsão na legislação, o referido projeto de lei foi submetido ao Ministro da Fazenda sem prever a socialização do prêmio de controle.

Com ânimo de remediar o fato gerador de toda esta controvérsia (i.e. a incorporação de instituições financeiras para obtenção das suas cartas patentes), os elaboradores do anteprojeto inseriram mecanismos que obstavam a livre transferência de controle de sociedades dependentes de autorização, dentre as quais se incluem as instituições financeiras. Assim dispunha o art. 255 da LSA, em sua redação original:

Art. 255. A alienação do controle de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar e cujas ações ordinárias sejam por força de lei, nominativas ou endossáveis, está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto.

Adicionalmente, para que os acionistas minoritários não fossem prejudicados em eventual incorporação de companhia, sendo a eles pago um valor a menor em relação ao acionista controlador, os autores do anteprojeto

⁴⁰ FILHO, Alfredo Lamy. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Op. Cit. p. 740.

⁴¹ À época, houve diversas divergências doutrinárias acerca de se seria juridicamente viável possibilitar a socialização do prêmio de controle com os acionistas minoritários. Por questões didáticas, as diferentes correntes doutrinárias serão exploradas no capítulo 4 do presente trabalho.

propuseram uma mecânica similar à adotada atualmente. Aos acionistas minoritários dissidentes no conclave que deliberasse a incorporação da companhia seria conferido o direito de se retirar da companhia mediante o pagamento de um reembolso, conforme previa o art. 136, inciso VI c/c art. 137, *caput* da LSA:

Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito de voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia fechada, para deliberação sobre: (...) VI - incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão;

Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos números I, II e IV a VIII do artigo 136 dá ao acionista dissidente direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações (artigo 45), se o reclamar à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contados da publicação da ata da assembléia-geral.

Sobre estas controvérsias, explicam os autores do anteprojeto que⁴²:

Na elaboração do Anteprojeto, seus autores procuram, diligentemente, encontrar uma fórmula que – sem violentar os princípios da sociedade anônima nem prejudicar o funcionamento do mercado – implementasse essa diretriz presidencial. O assunto foi estudado durante meses, sem que se conseguisse alcançar solução considerada satisfatória; a primeira redação do Anteprojeto chegou a ser divulgada sem o dispositivo relativo à matéria, enquanto se continuava a procurar a solução; e, afinal, seus autores, convencidos da ausência de justificação teórica e da impossibilidade prática de solução legislativa que não desestimulasse a abertura de companhias, acabaram por submeter ao Ministro da Fazenda Anteprojeto que não criava para os acionistas minoritários o direito de participar no valor do controle, mas – em compensação – adotava diversas providências de proteção dos acionistas minoritários, inclusive – através das normas que constituem hoje o artigo 255 da lei – a de cometer à autoridade administrativa o dever de zelar pelo interesse desses acionistas, corrigindo a praxe que se estabelecera entre nós na alienação de controle de instituições financeiras, segundo a qual o valor dos intangíveis dos bancos comerciais era confundido com o valor de controle e a este acedia.

Por mais que o Governo Federal tivesse simpatizado com a forma na qual os autores do anteprojeto endereçaram o problema, a ausência do *Tag Along Right* gerava burburinho no Congresso Nacional. Neste cenário, houve tentativas de emendar o referido anteprojeto, incluindo outros mecanismos que conferissem maior segurança aos acionistas minoritários.

Nessa toada, os Deputados Cunha Bueno, Alberto Hoffman e Herbert Levy apresentaram, cada um, emendas ao anteprojeto, notadamente no que

⁴² FILHO, Alfredo Lamy. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Op. Cit. pp. 740 e 741.

toca o tratamento igualitário dos acionistas minoritários em caso de alienação de controle de companhia aberta. Com traços similares, as três emendas propunham a adoção de um direito de saída conjunta. Estas propostas não foram aprovadas pela Câmara dos Deputados, conforme aduz Paulo Eduardo Penna⁴³:

Não obstante a posição do Governo Federal, a tese da desnecessidade do direito de saída conjunta para a efetiva proteção dos acionistas minoritários das demais companhias abertas, conforme observa Fábio Ulhoa Coelho, ‘não sensibilizou o parlamento’. Na Câmara dos Deputados, foram apresentadas três emendas de iniciativa dos Deputados Cunha Bueno, Alberto Hoffman e Herbert Levy, respectivamente, dispondo sobre a concessão de tratamento igualitário aos minoritários na alienação de controle, por meio do direito de saída conjunta. As emendas terminaram sendo rejeitadas na Câmara dos Deputados.

Contudo, no Senado Federal as iniciativas de proteção aos acionistas minoritários foram melhor recepcionadas. O Senador Otto Lehmann propôs assegurar aos acionistas minoritários regime igualitário em caso de alienação de controle. Segundo o Senador Otto Lehmann, não seria justificável que apenas o acionista controlador lucrasse com a alienação de controle da companhia, aduzindo, ainda, que⁴⁴:

Tal orientação, talvez por dificuldade, não foi objeto de maior detalhamento no projeto. Há duas correntes principais a esse respeito. A primeira considera que o detentor do controle deverá obter preço maior, pois não está simplesmente vendendo ações, mas o controle político da empresa. Assim, o preço de venda seria um compósito da venda de patrimônio líquido, mais o poder político sobre todo o patrimônio. A segunda corrente quer que o benefício seja auferido por todos, independentemente do controle que se passa, mesmo porque, as sociedades de capital aberto, para suprir a necessidade de capital, realizam captação de recursos, pela colocação de suas ações no mercado de capitais, junto ao público investidor – que subscreve ou adquire títulos. A empresa – capitalizada com a participação popular – alcança novas condições econômico-financeiras e patrimoniais. Nada justifica que, na transferência do controle acionário dessa sociedade – que supriu a necessidade de capital junto ao público investidor – somente os acionistas majoritários ou controladores sejam beneficiados.

A referida proposta de emenda foi aprovada pelo Senado Federal e, logo após, pela Câmara dos Deputados. Quando da sanção e/ou veto do

⁴³ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit. p. 55.

⁴⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 124.

Presidente da República, houve diversos apelos de veto do artigo 254, por parte de expoentes da doutrina societária.

Os apelos foram capitaneados pelos autores do anteprojeto, que entendiam não ser cabível ao ordenamento jurídico-societário brasileiro a adoção de tal medida. À época, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, refutando as justificativas do Senador Otto Lehmann, aduziram que⁴⁵:

A justificação revela a confusão, já referida, do valor do bloco de controle com valor dos intangíveis da companhia: depois de afirmar que os acionistas minoritários deveriam ter o direito de participar no valor do poder de controle fundamentava o requisito da oferta pública no suposto valor do ‘certificado da condição de capital aberto’, que constituiria intangível da companhia pertencente a todos os acionistas, semelhante às cartas-patentes das instituições financeiras.

A improcedência da assemelhação é óbvia: o registro da companhia aberta não tem valor de mercado porque qualquer companhia que satisfaça aos requisitos legais tem direito ao registro, enquanto que o valor das cartas-patentes de instituições financeiras resultava da escassez criada pelas autoridades monetárias, que recusam a outorga de novas autorizações para funcionar ou abrir agências.

2.2. Art. 254, da Lei nº 6.404/76 e a Resolução CMN nº 401/76

Apesar das diversas manifestações, o projeto foi sancionado pelo Presidente da República sem quaisquer ressalvas relacionadas ao art. 254. Após a publicação no Diário Oficial da União, em 17 de dezembro de 1976, o projeto de reforma à legislação societária passou a vigorar na forma de lei ordinária, sob o nº 6.404/76. Assim, o art. 254 passou a vigor com a seguinte redação:

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

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.

§ 2º Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.

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

⁴⁵ FILHO, Alfredo Lamy. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Op. Cit. p. 747.

Portanto, depreende-se que, face à complexidade da matéria e do procedimento da OPA por Alienação de Controle, a norma optou pela abrangência e generalidade. Nesse diapasão, delegou à CVM a competência de fiscalizar e assegurar a observância do direito dos acionistas minoritários. Por outro lado, ficou a cargo do Conselho Monetário Nacional (“CMN”) regulamentar o procedimento da OPA por Alienação de Controle.

Assim, em 22 de dezembro de 1976, o CMN editou a Resolução CMN nº 401/1976 (“Resolução 401”). A referida resolução trouxe diversas inovações e polêmicas acerca do tema, podendo-se destacar:

- (i) a vinculação e limitação do poder de atuação da CVM, quando da apreciação de eventual OPA por Alienação de Controle (conforme item VI da Resolução 401);
- (ii) o reconhecimento de que a OPA por Alienação de Controle é uma condição, suspensiva ou resolutiva, do contrato que disparou a eventual necessidade de realizar tal oferta (item IX da Resolução 401); e
- (iii) a restrição dos acionistas minoritários que estariam legitimados a aderir a eventual OPA por Alienação de Controle, tendo incluído somente os acionistas titulares de ações com direito de voto (item I da Resolução 401).

Conforme destaca Paulo Eduardo Penna, muitos especialistas entenderam ⁴⁶, “à época, que o Conselho extrapolou seus poderes regulamentares, chegando a modificar certas regras determinadas por lei”. Dentre as dicotomias geradas, a mais acalorada foi relacionada ao item (iii) acima, conforme relata José Waldecy Lucena⁴⁷:

Diante de tais disposições, instaurou-se novamente a polêmica. Não somente imputou-se à Resolução a pecha de ilegalidade e de inconstitucionalidade, já que, ao restringir a oferta pública de aquisição às *ações com direito de voto*, com

⁴⁶ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit. p. 58.

⁴⁷ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Vol. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 834.

exclusão, portanto, dos preferencialistas, modificara, a pretexto de regulamentá-lo, o disposto no artigo 254, como também alegou-se importar a restrição em um retrocesso, imposto pela corrente ultraconservadora.

Parte da doutrina entendia que a Resolução 401 tinha como finalidade amenizar os efeitos trazidos pelo art. 254, tendo interpretado corretamente o sentido de acionistas minoritários, abrangendo apenas aqueles que possuem direito de voto. Nessa linha, destaca Arnoldo Wald que⁴⁸:

Fica, assim, evidenciado que, na sistemática atualmente em vigor, somente é compulsória a oferta pública em relação às ações votantes, delas ficando, conseqüente e necessariamente, excluída a aquisição de ações preferenciais, que não participando controle e não sendo nem majoritárias, nem minoritárias, estão sujeitas ao regime legal distinto.

Do outro lado, havia aqueles que defendiam que a Resolução 401 era ilegal e uma afronta ao direito dos acionistas titulares de ações preferenciais. Nessa linha, em crítica à corrente doutrinária supramencionada, acentua Modesto Carvalhosa⁴⁹:

Os setores fundamentalistas não se conformaram nunca com a aprovação da Emenda Lehmann, pelo que, desde logo, providenciaram uma Resolução do Conselho Monetário Nacional (Res. n. 401, de 1976), que restringia a aplicação da Emenda apenas aos acionistas titulares de ações votantes. Essa Resolução, que vigeu até a revogação do presente artigo 254 pela Lei n. 9.457, de 1997, recebeu fortes críticas da doutrina em razão de discriminar acionistas minoritários, excluindo desse direito de oferta pública os titulares de ações preferenciais não votantes.

2.3. Privatizações na Década de 90 e a Lei nº 9.457/97

Findo o período do regime militar no Brasil, o país passou por um processo paulatino de redemocratização, tendo a nova democracia se consolidado efetivamente em 1989.

Lançadas as eleições de 1989, concorreram para o cargo de Presidente da República os Srs. Fernando Collor de Mello, Luís Inácio Lula da Silva, Roberto Freire, Enéas Carneiro, Afif Domingos, Leonel Brizola, Mário

⁴⁸ WALD, Arnoldo. Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros Editores, n. 45, 1982, p. 9.

⁴⁹ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedade anônimas. Vol. 4. Tomo II. São Paulo: Editora Saraiva, 2009. p. 194.

Covas e Ulisses Guimarães. O historiador Boris Fausto relata como o embate eleitoral se deu à época, notadamente a disputa entre Fernando Collor de Mello e Luis Inácio Lula da Silva⁵⁰:

As primeiras eleições diretas para a Presidência da República desde 1960 foram realizadas em 1989. A nova Constituição determinara que seria considerado eleito, em primeiro turno, o candidato que obtivesse mais de 50% dos votos válidos. Caso nenhum candidato obtivesse maioria absoluta de votos, os dois mais votados disputariam um segundo turno.

A última hipótese foi a que ocorreu, enfrentando-se Fernando Collor de Mello e Luís Inácio Lula da Silva. Lula enfatizou o tema da desigualdade social e apelou para os setores populares organizados. Collor insistiu na necessidade de combater a corrupção, modernizar o país e reduzir os gastos públicos, concentrando-se na crítica aos salários muito elevados de alguns funcionários públicos, apelidados de ‘marajás’.

Com a promessa de adoção de um modelo neoliberal, o candidato Fernando Collor de Mello foi vitorioso nas eleições de 1989, sendo investido no cargo de Presidente da República em 1990, tendo Itamar Franco como seu Vice-Presidente.

Dentre as diversas medidas neoliberais adotadas pelo até então Presidente da República, destaca-se o Plano Nacional de Desestatização, originado pela Lei nº 8.031, de 1990. Contudo, tendo em vista o abreviado mandato do Presidente da República Fernando Collor de Mello, a agenda neoliberal passou por um hiato.

Em 1995, com a eleição do candidato Fernando Henrique Cardoso, a agenda neoliberal retornou e, conseqüentemente, os projetos de privatização das sociedades de economia mista. Nesse diapasão, foi elaborada a Lei nº 9.491, de 1997, que revogou a Lei nº 8.031, de 1990, instituindo o novo Programa Nacional de Desestatização.

À época, havia grande preocupação com o valor que o Governo Federal auferiria com a alienação do controle das sociedades de economia mista, uma vez que o valor percebido pelo prêmio de controle poderia ser

⁵⁰ FAUSTO, Boris *História concisa do Brasil*. 2 ed., 5. reimpr. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2012. p. 290.

diminuído, em razão da necessidade de socialização do prêmio de controle, conforme imposto pelo art. 254, da LSA.

Havia particular preocupação no caso das companhias de telefonia, tendo em vista que – em consequência ao plano de expansão e ao plano comunitário de telefonia – a base acionária destas companhias era enorme. Portanto, ratear o prêmio de controle com os acionistas minoritários – muito provavelmente – inviabilizaria a conclusão de uma eventual alienação. Tais preocupações são esclarecidas por Marcos Andrey de Sousa no seguinte trecho⁵¹:

Argüia-se que a manutenção do *tag along* tornar-se-ia muito onerosa, senão inviabilizaria a aquisição do controle das estatais, sobretudo das sociedades de telecomunicações. Como bem adverte Fábio Ulhoa Coelho, a partir de meados dos anos 60 as companhias de telecomunicações passaram a implantar um mecanismo de *autofinanciamento* para a expansão das redes de telefonia. Este mecanismo corresponde ao que se denominava PEX (plano de expansão) e PCT (plano comunitário de telefonia).

Em rápidas palavras, os planos consistiam no seguinte: a rede de telefonia era expandida para certa região, sendo os custos de tal implantação rateados entre os particulares que desejavam adquirir um terminal telefônico na região a ser expandida. Quando a rede estava pronta, o acervo patrimonial era transferido para a companhia telefônica como integralização de aumento de capital social com a emissão de novas ações. Ao final da aprovação do aumento de capital social as novas ações eram distribuídas aos particulares que participaram do rateio do plano (PEX ou PCT). Assim sendo, o particular adquiria, ao mesmo tempo, um terminal telefônico e um lote de ações da companhia.

Imagine-se que com esta técnica o número de acionistas das companhias telefônicas aumentou sobremaneira. Se a aquisição do controle obrigasse a oferta pública para aquisição das ações dos minoritários, a operação seria muito mais cara ou até mesmo inviável.

Nessa toada, o Governo Federal – quem até então mais defendia o direito dos acionistas minoritários – passou a sentir todo o ônus que um acionista controlador tinha que suportar à época, quando da alienação de seu bloco de controle.

Dessa forma, surgiram novamente os debates no Congresso Nacional acerca da desobrigação do acionista controlador em dividir o seu prêmio de controle com os acionistas minoritários da companhia.

⁵¹ SOUSA, Marcos Andrey de. O Direito de Saída Conjunta (*Tag Along*) e os Preferencialistas. In: *Sociedade anônima – 30 anos de Lei 6.404/76*, CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). São Paulo: Quartier Latin, 2007. pp. 280 e 281.

Assim, o Deputado Antonio Kandir apresentou à Câmara dos Deputados o Projeto de Lei nº 1.564, de 1996 (“Projeto Kandir”). Segundo o Deputado Antonio Kandir, a inserção do art. 254 no ordenamento pátrio acabou gerando um efeito reverso ao pretendido. É o que se extrai de parte da justificação do Projeto Kandir, publicado no Diário da Câmara dos Deputados⁵²:

A oferta pública impõe a quem queira adquirir o controle acionário uma obrigação adicional. Ao desembolso referente à aquisição do controle soma-se uma segunda necessidade de dispêndio, neste caso em favor dos minoritários. Ora, em geral a alienação de controle se faz necessária no caso de empresas em dificuldade, necessitadas de aporte de capitais. É evidente que a necessidade de injeção de capital na empresa adquirida conflita frontalmente com a obrigação de fazer oferta pública aos acionistas minoritários, da qual resultará dispêndio de recursos não revertidos em favor da capitalização da empresa adquirida.

Dessa maneira, a obrigatoriedade da oferta pública produz o pior dos mundos. Ao mesmo tempo, inibe e dificulta processos de alienação de controle necessários ao saneamento de empresas e produz situação desfavorável aos minoritários, uma vez que o não saneamento de uma empresa resulta em queda do valor de suas ações, no que se prejudicam, mais que todos, os acionistas minoritários.

O Projeto Kandir foi aprovado na Câmara dos Deputados e, posteriormente, no Senado Federal⁵³. Após a sanção presidencial, em 05 de maio de 1997, o Projeto Kandir foi convertido na Lei nº 9.457, de 1997, revogando, alterando e incluindo diversos dispositivos na LSA, incluindo, mas não se limitando, a exclusão do artigo 254.

Por um lado, a mudança no *status quo* gerou grandes insatisfações na doutrina. A título de exemplo, Arnaldo Wald⁵⁴ alegou à época que a alteração seria “*uma verdadeira aberração, que prejudicou o desenvolvimento do mercado de capitais*”. Por outro lado, a Reforma de 1997 foi festejada pelo mercado, conforme narra Paulo Eduardo Penna⁵⁵:

A verdade é que a União e também os Estados que, de modo geral, também trilharam o caminho da privatização foram os grandes beneficiados com a

⁵² Diário da Câmara dos Deputados, publicado em 23.03.1996, nº 51. p. 36, disponível em <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD23MAR1996.pdf#page=33>.

⁵³ Naquela ocasião, o Projeto Kandir tramitou no Senado Federal sob a relatoria do Senador José Serra.

⁵⁴ WALD, Arnaldo. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 15, 2002, p. 68.

⁵⁵ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit. p. 62.

revogação do art. 254 da LSA, recebendo dos adquirentes do controle das empresas estatais a totalidade dos prêmios de controle. Não foram, porém, os únicos: os acionistas controladores que alienaram o controle de suas companhias abertas nesse período também se aproveitaram da dispensa da obrigatoriedade da OPA *a posteriori*.

2.4. Tratamento na Lei nº 6.404/76, após a reforma de 2001

Após obter êxito na realização das privatizações, o Governo Federal – já não mais na figura de acionista controlador de sociedades de economia mista privatizadas – voltou a demonstrar o interesse na proteção dos acionistas minoritários. Assim, voltam os debates acerca de alterações na LSA, que originaram três iniciativas legislativas de alteração da lei societária.

O primeiro projeto de lei a ser apresentado foi de iniciativa do Deputado Luiz Carlos Hauly, o Projeto de Lei nº 3.115, de 1997. O escopo do presente projeto era de alterar o art. 15 da LSA, com a criação de classe especial de ação preferencial, com poderes específicos em determinadas deliberações, conforme ensina Luiz Leonardo Cantidiano⁵⁶:

No primeiro deles (PL nº 3.115, de 1997), de autoria do deputado Luiz Carlos Hauly, era proposta uma alteração do art. 15 da Lei nº 6.404/76, com a criação ação preferencial de classe especial, com poderes exclusivos sobre matérias a serem determinadas nos estatutos sociais, a ser atribuída a titular específico, por sociedade objeto de desestatização.

Os projetos de lei posteriores, isto é, o Projeto de Lei nº 3.519, de 1997 e o Projeto de Lei nº 1.000, de 1999, de iniciativa dos Deputados Luiz Carlos Hauly e Hélio Costa, respectivamente, visaram uma ampla reforma na legislação societária e de mercado de capitais, sendo certo que nenhum tratou sobre a inclusão de nova previsão sobre a OPA por Alienação de Controle. Nessa linha, explicita Paulo Eduardo Penna⁵⁷:

A esse projeto [nº 3.115] foram apensados outros dois: o PL 3.519, de 10 de agosto de 1997, também de autoria do Deputado Hauly que propunha alterações em sete artigos da LSA, e o PL 1.000, de 25 de maio de 1999, de autoria do Deputado Hélio Costa, que buscava alterar quatro artigos da LSA. Nenhum desses projetos tratava da OPA por alienação de controle.

⁵⁶ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 13.

⁵⁷ PENNA, Paulo Eduardo, Op. Cit. p. 63.

Enquanto o projeto tramitava na Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados, o relator do processo, Deputado Emerson Kapaz, não apresentou proposta de emenda dentro prazo regimental. Não obstante, o relator apresentou um substitutivo, aprofundando os temas anteriormente propostos e dando outras providências. Dentre as providências adicionais, estava, *mutatis mutandis*, o retorno da OPA por Alienação de Controle, conforme narra Luiz Leonardo Cantidiano⁵⁸:

Na Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados, (em que foi nomeado Relator o Deputado Emerson Kapaz), não foram apresentadas, no prazo regimental, quaisquer emendas.

O Relator, no entanto, elaborou um substitutivo em que

(...)

(x) restabelecia a regra, que constava do art. 254 da lei societária, relativa à obrigação de o adquirente do controle de sociedade aberta apresentar oferta pública aos acionistas minoritários, pagando 80% do valor que tiver prevalecido na alienação das ações integrantes do bloco de controle;

Segundo o relator Emerson Kapaz, as alterações tinham ideias protetivas, almejando, principalmente⁵⁹:

Em essência, a criação de um círculo virtuoso: ao oferecer proteção ao acionista, especialmente o minoritário, a Lei das S.A. deveria trazer mais liquidez ao mercado, o que por sua vez estimularia as empresas a lançarem ações, o que de sua parte atrairia mais investidores e assim por diante.

Após ser remetido à Comissão de Finanças e Tributação, o relator Deputado Antonio Kandir apresentou novo substitutivo, requerendo, principalmente, a inclusão de dispositivos tipificando os crimes contra o mercado de capitais, hoje previstos nos arts. 27-C até 27-F, da Lei nº 6.385.

Após a aprovação na Câmara dos Deputados (com as inserções elaboradas pelos Deputados Emerson Kapaz e Antonio Kandir), o projeto foi remetido ao Senado Federal, tendo sido aprovado com pequenas ressalvas. Após a sanção do Presidente da República, o projeto de lei, em sua maioria,

⁵⁸ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Op. Cit. pp. 15 e 19.

⁵⁹ KAPAZ, Emerson. Lei das S.A.: uma contribuição decisiva. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 1.

foi convertido na Lei nº 10.303, de 2001, com a consequente inclusão do art. 254-A na LSA⁶⁰. Desde então, o art. 254-A não sofreu mais alterações.

⁶⁰ As mensagens de veto presidencial podem ser encontradas na íntegra em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/Mensagem_Veto/2001/Mv1213-01.htm

3. Hipóteses de Incidência da OPA por Alienação de Controle e Controvérsias

Este capítulo tem o escopo de analisar algumas controvérsias acerca da necessidade de realização da OPA por Alienação de Controle. Não se almeja aqui esmiuçar todas as hipóteses de incidência, tampouco esgotar todos os debates acerca das mesmas.

Dessa forma, serão feitos apontamentos apenas sobre as hipóteses de incidência que geraram maiores discussões entre os doutrinadores e na CVM, conforme passa a se expor.

3.1. Alienação de Controle Minoritário

A necessidade de realização de OPA por Alienação de Controle, em caso de alienação de controle minoritário, é um ponto de constante conflito. A celeuma se explica pelo fato de o acionista controlador minoritário prevalecer nas assembleias de forma permanente e eleger a maioria dos administradores, sem, contudo, ser titular de bloco de controle.

3.1.1. Entendimento Doutrinário

Neste cenário, parte da doutrina entende que, ressalvadas hipóteses em que haja um acionista majoritário que não exerce o poder de controle – situação em que o controle minoritário será tido como precário – a alienação das ações do acionista controlador minoritário poderá ensejar a obrigatoriedade de realização de uma OPA por Alienação de Controle.

O fundamento da OPA por Alienação de Controle por alienação de controle minoritário jaz na análise casuística de cada companhia. Imagine-se que determinado acionista minoritário consiga fazer com que sua vontade prevaleça nas assembleias da companhia de forma perene e eleja a maioria da administração, por consecutivos exercícios sociais.

Nesse caso, há argumentos suficientes para alguns doutrinadores para defender que, se ocorrer uma alienação das ações deste acionista, haverá a alienação do controle minoritário e, portanto, a obrigatoriedade de lançar uma OPA por Alienação de Controle.

Os doutrinadores a favor da OPA por Alienação de Controle por alienação de controle minoritário defendem a sua aplicação em companhias com a base acionária diluída, onde o controle minoritário pode ser exercido de forma perene. Assim, negar a socialização do prêmio de controle seria uma clara afronta ao direito dos outros acionistas minoritários da companhia. Adicionalmente, entendem que a LSA não estabelece a necessidade de haver a alienação do bloco de controle. Veja-se, por todos, Paulo Eduardo Penna⁶¹:

Em companhias em que há um alto grau de dispersão das ações, aliado ao elevado absenteísmo dos acionistas, um acionista consegue, em bases permanentes e estáveis, preponderar nas assembleias gerais, sem qualquer risco efetivo de alteração desta situação. O entendimento de que as ações detidas por este acionista controlador não constituem um bloco de controle ignora esta realidade, em prol de um critério objetivo – titularidade da maioria das ações votantes –, sem amparo legal.

[...]

Ainda que não haja uma segurança absoluta de que o controle poderá ser exercido para sempre pelo controlador minoritário, há uma grande probabilidade de que, da mesma forma como vinha sendo exercido pelo alienante, continuará a sê-lo pelo adquirente. Como já examinado, dependendo do tamanho do bloco minoritário de controle e do arranjo de forças dentro da companhia, o risco de o novo controlador minoritário vir a perder o controle é muito mais um risco teórico do que um risco real, efetivo. O exercício do controle, nesse contexto, não é ocasional. Tanto que adquirentes em geral pagam ao controlador minoritário um prêmio de controle, já que, com uma boa margem de segurança, sabem que continuarão a exercer o controle.

Por outro lado, aqueles que defendem a desnecessidade de realização da OPA por Alienação de Controle possuem nesta hipótese uma ótica inversa. Companhias com a base acionária diluída – ainda que tenham um acionista com participação expressiva – não possuem um bloco de controle constituído na esfera patrimonial de nenhum acionista.

⁶¹ PENNA, Paulo Eduardo. Controle Minoritário no Direito Brasileiro. In. CRISTOFARO, Pedro Paulo; FILHO, Caio Machado (Coord.). *Direito Empresarial: Estudos Contemporâneos*. Rio de Janeiro: Quartier Latin. 2017. pp. 231 e 232.

Assim, apesar de o controlador minoritário ter a capacidade de preponderar nas assembleias e eleger a maioria da administração, ele não é titular do bloco de controle (i.e. a universalidade de fato que confere ao acionista a perenidade do poder de controle). Em outras palavras, para esta corrente doutrinária, o controle minoritário não seria perene o suficiente para fornecer segurança de que o controle não poderia ser exercido por outro acionista.

Portanto, no caso de controladores minoritários, haveria a presença do poder de controle da companhia – não passível de alienação –, mas não haveria a presença de um bloco de controle – passível de alienação. Veja-se, por todos, os ensinamentos de Nelson Eizirik⁶²:

Somente existe um ‘bloco de controle’, como uma universalidade que pode ser objeto de negócios jurídicos próprios, se ele for composto por ações representativas de mais da metade do capital votante da companhia, de forma a assegurar ao seu titular, em qualquer circunstância, o exercício do poder de controle.

Nas companhias sujeitas ao controle minoritário, não existe um ‘bloco de controle’, mas apenas um conjunto de ações com direito de voto que, ocasionalmente, permite ao seu titular – o acionista controlador – exercer as prerrogativas que identificam o poder de controle.

Dessa forma, diante da inexistência de um bloco de controle, não há como ocorrer uma alienação de controle, apta a ensejar a aplicação da regra prevista no artigo 254-A da Lei das S.A. em companhias sujeitas ao controle minoritário ou naquelas que não possuam controlador definido.

3.1.2. Entendimento Jurisprudencial

A CVM já teve a oportunidade de apreciar esta questão, quando do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/1956. O processo se originou como consequência da alienação do controle indireto da Tim Participações S.A., em razão da alienação do controle da sua acionista controladora indireta, a Telecom Italia S.p.A para a Telco S.p.A.

Embora o Colegiado da CVM tenha entendido, por outras razões⁶³,

⁶² EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin. 2010. p. 186.

⁶³ Naquela oportunidade, o Colegiado da CVM entendeu que, como a companhia cujo controle estava sendo diretamente alienado foi constituída na Itália, a hipótese de eventual disparo de um *Tag Along Right* deveria ser analisada à luz da lei italiana, conforme art. 11, da Lei de Introdução às

que a operação não ensejaria a necessidade de se realizar uma OPA por Alienação de Controle, houve clara dicotomia entre os diretores da autarquia sobre a necessidade de uma OPA por Alienação de Controle em caso de alienação de controle minoritário.

Naquela oportunidade, os diretores Eliseu Martins, Otávio Yazbek e Maria Helena foram favoráveis à incidência da OPA por Alienação de Controle para os casos em que há controle minoritário. Veja-se, por todos, *mutatis mutandis*, trecho do voto do Diretor Relator Eliseu Martins⁶⁴:

É necessário que o acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar, o que apenas ocorre se o acionista tiver 50% mais uma das ações com direito a voto. De acordo com essa interpretação, o controle de fato não acarretaria a obrigatoriedade de realização de OPA. Essa interpretação, a meu ver, não merece prosperar. A lei, se quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente ou mesmo se referido à ‘maioria absoluta’ do capital votante da companhia, e não à ‘maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral’. Nesse sentido, Fábio Konder Comparato, ao analisar o art. 116, menciona que “a fórmula legal abrange o chamado controle minoritário, dado que não se exige a detenção da maioria do capital votante”.

Isoladamente, o Diretor Eli Loria entendeu que não há fundamentos para alegar a necessidade de realizar uma OPA por Alienação de Controle. *A contrario sensu*, Eli Loria fez interpretação extensiva da necessidade de realização de OPA por Alienação de Controle em caso de alienação de controle por acionista titular de mais da metade das ações que não exerce efetivamente o controle. Neste caso, embora não exerça efetivamente o poder de controle, haverá a alienação do bloco de controle, conforme abaixo⁶⁵:

Nesses termos, hipoteticamente, se o alienante é titular de mais da metade das ações com direito a voto da companhia aberta, mas não exerce seu direito de voto, o mesmo não é considerado acionista controlador, para fins do art. 116, uma vez que não preenche o requisito da alínea ‘b’ do art. 116.

No entanto, o adquirente estará obrigado a realizar a OPA a que se refere o art. 254-A da lei societária uma vez que estará apto a exercer o controle e, dessa forma,

Normas de Direito Brasileiro. Naquele particular, a operação não conferiria um *Tag Along Right* aos acionistas minoritários, sob o enquadramento legal da lei italiana, razão pela qual o Colegiado da CVM votou pela desnecessidade de realização da OPA por Alienação de Controle.

⁶⁴ PAS CVM nº RJ2009/1956, julgado em 15.07.2009. Voto do Diretor Relator Eliseu Martins. p. 16., disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-1.pdf>, acessado em 19.10.2019.

⁶⁵ PAS CVM nº RJ2009/1956, julgado em 15.07.2009. Voto do Diretor Eli Loria. pp. 2 e 3, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-4.pdf>, acessado em 19.10.2019.

entendo não existir distinção, para efeito da obrigatoriedade da OPA, o fato do alienante, detentor do poder de controle, exercê-lo ou não.

Seguindo essa linha, entendo que o preenchimento do requisito do art. 116, 'a', é necessário e suficiente para que se exija a realização de oferta pública nos termos do art. 254-A da LSA, não sendo necessário, entretanto, que o alienante exerça o poder nos termos do art. 116, 'b', da LSA.

A contrário senso, se o alienante não possui o poder de controle de forma permanente, ainda que seja o 'controlador de fato', não pode alienar o que não tem e o adquirente não se obriga a realizar oferta pública de aquisição perante os demais acionistas. Símile, a qualquer um, no caso ao acionista minoritário, não é permitido exigir aquilo a que não tem direito.

3.2. Consolidação de Bloco de Controle

As controvérsias acerca da incidência de OPA por Alienação de Controle aumentam quando a pauta é a alienação em uma situação de controle compartilhado para um terceiro ou para um integrante do grupo de controle.

3.2.1. Ingresso de Novo Acionista no Bloco de Controle Compartilhado com Participações Díspares

Trata-se da situação em que uma companhia tem o seu controle exercido por mais de um acionista, vinculados por acordo de voto, sendo a participação de um dos integrantes do acordo mais expressiva do que a outra.

A doutrina é majoritária no sentido de que a alienação da participação do integrante do acordo com a participação menos expressiva para um terceiro não enseja na obrigatoriedade de realização de OPA por Alienação de Controle. Segundo Paulo Eduardo Penna⁶⁶:

A aquisição, por um terceiro, de ações do bloco de controle e o seu ingresso no grupo controlador, em posição minoritária ou subordinada, não caracteriza a alienação de controle. Nessas circunstâncias, não há transferência de controle para o novo integrante do bloco. O controle continua a ser atribuído do grupo, não importando se houve uma alteração na composição deste.

Contudo, quando se trata da alienação da participação do integrante do acordo com a participação mais expressiva, a doutrina é vacilante, razão pela qual será objeto de mais aprofundado estudo neste trabalho.

⁶⁶ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit. p. 112.

Parte da doutrina entende que haverá uma mudança substancial no poder de tomada de decisões da sociedade, uma vez que o integrante do acordo com participação mais expressiva irá mudar e, consequentemente, o controle da sociedade (ainda que o adquirente necessite dos demais integrantes do acordo). Há, portanto, uma análise caso a caso da composição do acordo. Veja-se, por todos, Eduardo Secchi Munhoz⁶⁷:

Ainda sobre a interpretação dominante a respeito do art. 254-A, cumpre ressaltar que é irrelevante, para efeito de sua incidência, que o adquirente seja terceiro em relação aos acionistas integrantes do bloco de controle anterior. Sendo terceiro, não há dúvida de que a operação terá como resultado o surgimento de um novo acionista controlador.

Outra parcela entende que há a necessidade de haver a alienação de todo o bloco de controle, de forma que o bloco de controle compartilhado, para efeitos de incidência do art. 254-A da LSA, se apresenta de forma una. Adicionalmente, a legislação societária, em momento algum, fez qualquer distinção acerca dos integrantes do acordo que vincula os acionistas que integram o bloco de controle compartilhado. Neste particular, Nelson Candido Motta, ainda sob a égide do art. 254 da LSA e da Resolução 401, entendeu que⁶⁸:

Nas companhias abertas, em que a titularidade do poder de controle é exercido por *grupo de acionistas*, a transferência do controle só se opera quando *todas* as ações integrantes do grupo são transferidas para terceiros. É o que estabelecem, expressamente os itens II e III da Res. 401/76, editada pelo CMN para regulamentar o art. 254 da Lei das S/A.

3.2.2. Alienação de Participação Entre Acionistas do Bloco de Controle Compartilhado

Em situação semelhante à supramencionada, temos o cenário no qual há a transferência parcial do bloco de controle compartilhado. Contudo, neste particular, não há o ingresso de um terceiro no acordo, sendo o adquirente

⁶⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de Controle de Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva. 2013. p. 300.

⁶⁸ MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do Poder de Controle Compartilhado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 89. 1993. p. 44.

um membro do bloco de controle compartilhado. Dessa maneira, o controle passará a ser exercido única ou majoritariamente pela parte adquirente.

3.2.2.1. Entendimento Doutrinário

Assim, parte da doutrina entende que devem ser analisados os termos do acordo, se a alteração na composição do bloco de controle ocasionou na mudança de comportamento do acionista adquirente, na qualidade de acionista controlador. Neste particular, acentua Eduardo Secchi Munhoz⁶⁹:

Sendo, porém, acionista integrante do bloco de controle, ainda assim poderá configurar-se o tipo legal [do art. 254-A], se ficar demonstrado que houve mudança da vontade dominante dentro do grupo, ou seja, se o adquirente, antes minoritário no grupo, passou a ser titular da maioria dos votos. Cabe diferenciar, portanto, no caso de mudanças dentro do próprio bloco de controle, as situações em que há efetiva modificação do centro de gravidade do poder, que passa de um acionista para outro, resultando em alienação do controle, da situação em que não há o aparecimento de uma nova vontade dominante, mas apenas a consolidação ou reforço do poder já detido por um dos integrantes do grupo.

Adicionalmente, entende-se que certos obstáculos trazidos pela regulação da CVM, notadamente o disposto no art. 29, §4º, da ICVM 361⁷⁰, no que toca o conceito de terceiro, representa mera ilustração, de forma que o conceito de terceiro pode ser estendido para acionistas integrantes do acordo de voto. Veja-se, por todos, os comentários de Paulo Eduardo Penna ao voto do ex-Presidente da CVM, Marcelo Trindade, proferido nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/7230⁷¹:

Nota-se que o §4º do art. 29 da Instrução 361/02, ao tipificar a alienação de controle, se refere à aquisição do poder de controle por *‘um terceiro, ou conjunto de terceiros representando o mesmo interesse’*, o que, à primeira vista, poderia indicar que o conceito de *terceiro* afastaria todos os integrantes do grupo controlador. No entanto, conforme precisa análise desenvolvida por Marcelo Trindade [...], *‘a referência a terceiro deve ser interpretada como uma mera explicitação da distinção de sujeitos, sem a qual não se pode falar em alienação’*.

⁶⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Op. Cit. p. 300.

⁷⁰ “§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”.

⁷¹ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit. p. 116.

Por outro lado, há juristas que entendem que a análise subjetiva do exercício do poder de controle, por parte dos integrantes do grupo de poder de controle, carece de fundamento normativo. Sobre este aspecto, destaca-se os apontamentos de Francisco Antunes Maciel Müssnich e Caio Machado Filho, quando da publicação de homenagem a Nelson Cândido Motta, conforme abaixo⁷²:

A mera aquisição de participação de um acionista que aliene um conjunto de ações que, por si só, não sejam representativas do controle não era (antes do artigo 254-A) e continua não sendo hipótese que implique na obrigação de realização de OPA por alienação de controle. Trata-se do exemplo clássico de aquisição originária. Já nos casos em que o controle é compartilhado e somente parte das ações integrantes desse bloco de controle é alienada, dificilmente haverá necessidade de se realizar a OPA. Embora parte da doutrina pondere a necessidade de se observar a vontade prevalecente do bloco de controle após a operação de alienação de ações, nos parece mais segura a conclusão exposta no voto destacado do Caso COPESUL. Nem a lei, e tampouco a Instrução CVM 361 trazem em qualquer de suas versões, elementos objetivos que permitam essa análise subjetiva do exercício do poder dentro e pelo bloco de controle.

3.2.2.2. Entendimento Jurisprudencial

A CVM já se manifestou sobre este complexo aspecto, quando do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2007/7230. Naquela ocasião, as duas integrantes do bloco de controle compartilhado da Companhia Petroquímica do Sul detinham, cada uma, 29,5%. Após a celebração de um contrato de compra e venda de ações, uma das acionistas passou a ser a única integrante do bloco de controle da companhia.

Frente a este cenário, o Colegiado entendeu que o caso apresentado não representava hipótese de realização de OPA por Alienação de Controle, de forma que representava mera consolidação de controle na pessoa do acionista adquirente. Sobre este aspecto, destaca-se trecho do voto do ex-Presidente da CVM, Marcelo Trindade:

23. A lei poderia estabelecer que a obrigação de lançar a OPA decorreria da aquisição do controle, independentemente de sua prévia existência e alienação.

⁷² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; FILHO, Caio Machado. Homenagem a Nelson Candido Motta – Revisitando a Alienação do Controle Compartilhado. In: CRISTOFARO, Pedro Paulo; FILHO, Caio Machado (Coord.). *Direito Empresarial: Estudos Contemporâneos*. Rio de Janeiro: Quartier Latin. 2017. pp. 23 e 24.

Mas a lei não o faz. Isso talvez seja mau, talvez não. A lei também poderia determinar que a aquisição de um percentual menor que 50% das ações determinasse a realização da OPA, independentemente de quem as alienasse, ou estabelecer um sistema em que o alcance da propriedade de um certo percentual de ações determinasse a realização de OPA. Talvez esses sistemas sejam melhores. Mas esses não são os sistemas da lei brasileira.

24. Quanto ao argumento de que o preço pago seria um indicador de que houve alienação do controle, quando esse preço embutir um prêmio em relação ao mercado, ele me parece útil para situações de fraude ou simulação, mas não como regra. A aquisição de participações estratégicas ou minoritárias relevantes também se dá normalmente com prêmio, sem que isso implique na obrigação de realizar a OPA.

25. Concluir pela não obrigatoriedade de OPA em casos de consolidação do controle dentro do bloco não é, certamente, adotar a decisão mais simpática. E certamente este não é o voto que eu mais gostaria de dar. *De lege ferenda*, me parece que a alienação de participações relevantes, conforme percentual previsto em lei ou no Estatuto, deveria gerar a obrigação de estender as mesmas condições aos demais acionistas, através da realização de OPA. Isto contribui para que o valor das ações de uma companhia aberta seja estabelecido pelo mercado de maneira mais adequada, sem prêmios ou descontos economicamente pouco justificáveis, decorrentes de direitos não expressos nos títulos, mas sim inerentes ao exercício do poder.

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

3.3. Alienação do Bloco de Controle em Reestruturação de Grupo Econômico

Embora represente uma hipótese menos controvertida, a alienação de controle oriunda de reorganização de grupo econômico gera certas dúvidas quanto a sua incidência.

Não raro, os grupos econômicos passam por reestruturações em seu formato. É muito comum ver grandes grupos, com estrutura de controle piramidal, exercido através de uma ou mais sociedades. Contudo, muito amiúde, o poder decisório de todo o grupo se encontra na extremidade mais alta do organograma, onde a estrutura costuma ser mais simplificada. Neste cenário, quer seja por questões jurídico-econômicas, quer seja por questões estratégico-gerenciais, os grupos econômicos estão constantemente se reorganizando.

Assim, pode-se ter o caso de uma companhia A que controla duas companhias B e C. Estas últimas duas, por sua vez, controlam uma companhia D, cada qual com 30% do capital votante. Pode ocorrer que, almejando uma estrutura mais simplificada, a companhia A celebra contrato de compra e venda com B e C, recebendo, a título oneroso, as ações que B e C detêm em D, tornando-se acionista controladora direta.

Neste particular, em uma breve e rasa análise, pode-se entender que ocorreu a alienação direta do controle de D a título oneroso, disparando, portanto, a necessidade de realização de uma OPA por Alienação de Controle para os acionistas minoritários de D.

Todavia, merece destaque o fato de que A, a controladora indireta de D, continua exercendo o controle sobre D, só que agora de forma direta. Assim, entende-se que caracterizar casos como o acima relatado como hipótese de OPA por Alienação de Controle seria desvirtuar a finalidade trazida pelo art. 254-A da LSA.

Adicionalmente, há de se atentar que o art. 29, §4º, da ICVM 361 estabelece que a alienação de controle representa as situações “*pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia*”. Portanto, como no caso A já detinha indiretamente o controle, não há como alegar a necessidade de realização de OPA por Alienação de Controle.

Nesta linha, destacam-se os ensinamentos de Arnaldo Wald⁷³:

Em síntese, deve-se perquirir, no controle indireto, a relação de poder que se exerce no último nível da cadeia societária, pela pessoa ou grupo de pessoas que detêm, de forma indireta, os direitos de sócio que lhe assegurem a preponderância nas deliberações societárias e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Contudo, conforme será adiante detalhado, a transformação do controle direto e indireto, ou a alteração do modo de organização do controle direto ou indireto de uma companhia aberta, não configura alienação de controle, para os efeitos do art. 254-A da Lei 6.404/76. Trata-se de simples reorganização do poder de comando, passando o acionista controlador a exercer o seu poder através de sociedade(s) controladora(s), direta(s) ou indireta(s).

⁷³ WALD, Arnaldo. Da caracterização da alienação de controle. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 38, 2007. p. 194.

Em sentido similar, também aponta José Alexandre Tavares Guerreiro⁷⁴:

Em face de todo o exposto, tem-se que no presente caso ocorreu a transferência, de modo oneroso, de títulos que garantem o controle da companhia objeto da análise (Companhia G). No entanto, apenas esses elementos não são suficientes a caracterizar a *fattispecie* prevista no art. 254-A da Lei 6.404/1976. Isso porque a transferência de que aqui se trata não se deu para pessoa estranha ao antigo controle. Antes, ocorreu a transferência do controle indireto da Companhia G para a sua controladora Companhia C.

Anteriormente, a Companhia C, em conjunto com a Companhia F, detinha a maioria absoluta das ações votantes da Companhia G, o que lhes garantia, de modo pacífico, o controle majoritário da companhia. Após as operações havidas no âmbito dessa cadeia societária, a Companhia C passou a ser controladora indireta da Companhia F, detendo a maioria absoluta das ações votantes da controladora dessa. Assim, no final, o controle da Companhia G continua sendo exercido em conjunto por Companhia C e Companhia F, mas com a diferença que essa última sociedade agora passou a ser controlada, indiretamente, pela Companhia C.

3.4. Alienação de Controle por Etapas

A ICVM 361 abarca o conceito de alienação de controle por etapas, ao entender, em seu parágrafo 4º, que a alienação de controle se entende pela “*operação, ou o conjunto de operações*”. Contudo, há discussões acerca do momento em que se configura a efetiva alienação do controle da companhia e, portanto, a obrigatoriedade de realização da OPA por Alienação de Controle.

3.4.1. Entendimento Doutrinário

Para alguns doutrinadores, como tentativa de garantir o direito dos acionistas minoritários e evitar fraudes à lei, o momento de consumação da operação deve se dar a partir do pagamento do prêmio de controle.

Portanto, permitir que a alienação de controle se configure apenas após a consumação do último ato a ser praticado prejudicará, severamente, os acionistas minoritários. Assim, os acionistas minoritários não precisarão

⁷⁴ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima. Reorganização societária. Alienação de ações. Alienação de controle direta e indireta: inocorrência. Inaplicabilidade do art. 254-A da lei das sociedades anônimas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 45, 2009. pp. 219 e 220.

aguardar o fim de todas as etapas para requererem seu direito de participar da alienação do controle em similares condições que o acionista controlador. Nesta esteira, anota Roberta Nioac Prado⁷⁵:

[A] oferta pública obrigatória deve ser realizada aos minoritários no momento em que houver o pagamento do ágio do controle [...] caso contrário, restará aberta brecha para que as partes interessadas se valham de expedientes que, na melhor das hipóteses, minimizem a aplicação do atual art. 254-A da LSA.

Por outro lado, há aqueles que defendem que o melhor momento para aferir a incidência do art. 254-A da LSA é após a consumação de todos os atos a serem praticados. Portanto, sem haver a efetiva transferência do controle, não há como se alegar que o art. 254-A da LSA foi disparado, como consequência da operação.

Isto se justifica através da expressa redação do art. 29, §4º, da ICVM 361, uma vez que o conceito de alienação de controle (i.e. o gatilho para o disparo de uma eventual OPA por Alienação de Controle) se dá pela operação ou conjunto de operações que resultem na aquisição do poder de controle. Sobre este aspecto, destaca Paulo Eduardo Penna⁷⁶:

É a alienação do controle e não o pagamento do prêmio que impõe o dever de lançar a OPA. [...] Embora a preocupação levantada por Nioac Prado seja válida, insistimos que, como regra geral, o adquirente do controle só terá o dever de lançar a OPA a posteriori depois de consumada a alienação de controle. Evidentemente, a regra pode dar margem a fraudes, para as quais a CVM e os minoritários deverão estar atentos. Considerando que, em geral, o prêmio é pago junto com a sua efetiva alienação, o pagamento antecipado desse prêmio pode ser um forte indício de que houve a alienação de controle. É preciso, no entanto, confirmar a ocorrência desse que é o evento ensejador da incidência do art. 254-A.

3.4.2. Entendimento Jurisprudencial

A CVM enfrentou esta matéria nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/4069. Este é, possivelmente, o caso mais paradigmático enfrentado pela CVM em matéria de aplicação do art. 254-A, haja vista a série de complexidades ocorridas no caso em comento. Contudo,

⁷⁵ PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória na S.A.: Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin. 2005. p. 209.

⁷⁶ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit. pp. 144 e 145.

ater-se-á aqui apenas às implicações concernentes à alienação do controle por etapas.

Em apertada síntese, naquela ocasião, o controle da Companhia Brasileira de Distribuição (“CBD”) era exercido pela Pão de Açúcar S.A. Indústria e Comércio, com 78,47% das ações ordinárias da CBD. A acionista controladora era uma *holding* familiar, cujo capital era inteiramente detido por integrantes da família de Abílio Diniz (“Família Diniz”)⁷⁷.

Com a intenção de alienar o controle da CBD, a Família Diniz, até então controladora, celebrou *Joint Venture Agreement* com o Cassino Guichard Perrachon S.A. (“Cassino”). Dentre os principais termos do acordo, a Família Diniz reorganizou as suas participações detidas indiretamente na CBD, passando toda a participação da Família Diniz a ser exercida através da Vieri Participações S.A. (“Vieri”).

O *Joint Venture Agreement* previu algumas etapas para o cumprimento da operação de alienação. Em uma primeira etapa, Cassino adquiriu 50% das ações ordinárias e 100% das ações preferenciais detidas pela Família Diniz na Vieri. Como contraprestação, o Cassino entregaria R\$1.000.000.000,00, US\$200.000.000,00 e 12.500.000.000 ações preferenciais da CBD.

Adicionalmente, dentre outras avenças, o acordo previa uma opção de compra para o Cassino relativa a 1 ação ordinária detida pela Família Diniz na Vieri. A opção estava sujeita ao cumprimento de determinados termos e condições.

Neste particular, o Colegiado da CVM reconheceu que a alienação do controle da CBD ocorreu com o pagamento do prêmio, uma vez que a segunda etapa da operação (i.e. o vencimento da opção sobre uma ação) era irrelevante em relação ao restante da operação e que a conclusão da segunda

⁷⁷ A Família Diniz também possuía participação adicional na CBD através da Península Participações S.A., que era titular de 14,71% das ações ordinárias da CBD.

etapa da operação era uma faculdade do Casino. É o que se extrai de trecho do voto do Diretor Relator Pedro Marcílio⁷⁸:

45. Por fim, entendo procedente o argumento da área técnica, segundo o qual o pagamento imediato de todo o preço pelas ações, assegurando-se o direito à compra de uma ação adicional 8 anos depois, por preço simbólico, impede que se considere que a alienação de controle somente se dará em tal momento — e isto mesmo sem considerar a razão prática de que o adiamento da OPA por tal prazo levaria até mesmo à impossibilidade de se calcular o preço a ser pago, então, aos demais acionistas.

46. A Instrução 361/02 reconhece a possibilidade de a alienação do controle ser realizada através de em um conjunto de operações (art. 29, § 4º), e, portanto, nada impede que, em determinadas situações, a OPA somente venha a se tornar obrigatória no momento da conclusão desse conjunto de operações. Entretanto, no caso concreto, a operação de alienação do controle deve considerar-se concluída desde logo, tendo em vista (i) a irrelevância econômica da segunda parte da operação — aquisição por preço simbólico de uma ação ordinária da holding — e (ii) ser a conclusão dessa segunda parte da operação uma faculdade atribuída ao Comprador.

3.5. Alteração do Controle Indireto Decorrente de Reorganização Societária

Outro ponto de conflito doutrinário e jurisprudencial jaz na aplicação do art. 254-A em caso de reorganização societária que resulte em alteração do controle indireto de uma companhia.

As reorganizações societárias que resultam em alteração do controle direto da companhia não geram grande discussão, por não haver a alienação do controle, *per si*, mas uma modificação na base acionária em decorrência de reorganização societária. Tratam-se, portanto, de regimes jurídicos diversos.

Em ambas as situações, houve uma preocupação do legislador com os acionistas minoritários. Porém, a LSA remediou a potencial lesão aos acionistas minoritários de formas distintas. Enquanto na alienação de controle os minoritários estão protegidos pela OPA por Alienação de Controle, nas reorganizações societárias estão protegidos pelo direito de retirada.

⁷⁸ PAS CVM nº RJ2005/4069, julgado em 11.04.2006. Voto do Diretor Relator Pedro Marcílio. p. 5, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf>, acessado em 20.10.2019.

Nada obstante, há dicotomia na doutrina e jurisprudência quando a reorganização ocorre de forma indireta. Imagine-se uma companhia A, que controla uma companhia B. Caso uma companhia C incorpore a companhia A, o controle indireto de B – em razão da relação de substituição da incorporação – poderá mudar. Neste caso, os acionistas minoritários de B não terão direito de retirada, uma vez que B não foi a companhia-alvo da incorporação.

3.5.1. Entendimento Doutrinário

Frente a um caso como este, parte da doutrina possui entendimento mais protetivo ao acionista minoritário. Quando realizada uma operação de reorganização societária, que ocasione em uma alienação indireta de controle, a legislação societária não endereça claramente como que o acionista minoritário dessas sociedades controladas deverá ser protegido.

Isto se dá pelo fato de a legislação societária conferir direito de recesso apenas aos minoritários da incorporada. Na mesma linha, o art. 254-A é aplicável apenas no caso de alienação de controle com pagamento de prêmio ao acionista controlador, não abrangendo, em um primeiro olhar, as modificações de capital decorrentes de relação de substituição. Assim, segundo Paulo Eduardo Penna⁷⁹:

No entanto, ao contrário do que ocorre na troca de controle direto por incorporação (ou fusão, cisão seguida de incorporação ou incorporação de ações), não há, nas operações de reorganização que envolvam o controle indireto, o tratamento igualitário entre os acionistas minoritários e o controlador indireto. Enquanto o controlador indireto [...] participa da relação de substituição de ações decorrentes da reorganização, os minoritários da companhia indiretamente controlada [...] não tomam parte nessa relação de troca.

Ademais, no contexto do controle indireto não importa se a incorporação (ou fusão, cisão seguida de incorporação ou incorporação de ações) tem tratamento normativo distinto da alienação de controle na LSA, já que a companhia objeto não participa da primeira operação.

Por outro lado, outra parte da doutrina defende que o art. 254-A deve ser aplicado de forma literal, sem aplicar interpretações extensivas quanto a

⁷⁹ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit. p. 158.

sua finalidade. Portanto, seria aplicável somente em caso de alienação de controle com o pagamento de prêmio.

Dessa forma, qualquer operação que resulte na modificação do controle de uma companhia, somente ensejará a necessidade de realização de OPA por Alienação de Controle em caso de alienação de controle via cessão onerosa com a pagamento de um prêmio. Portanto, a adoção qualquer estrutura diferente não ensejará a aplicação do referido artigo. Nessa esteira, destacam-se as assertivas de Lucas Braun⁸⁰:

Em uma associação entre companhias efetivada por meio de reestruturações societárias, não há transferência, direta ou indireta, de títulos que garantam o controle da companhia – seja ela direta ou indireta. O que ocorre é a subscrição de novos títulos em razão de uma contribuição patrimonial dada à companhia em questão, e não ao antigo controlador. Isto equivale a dizer que, ainda que se verifique a modificação do controle em determinadas situações, não há alienação de controle propriamente dita.

Ora, se não houve pagamento àquele que anteriormente exercia o poder-função equivalente ao controle societário, carece de finalidade a obrigatoriedade da realização de oferta pública. Não há valor do controle para ser dividido entre os demais acionistas, simplesmente porque este não foi alienado.

3.5.2. Entendimento Jurisprudencial

O Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2008/4156 tratou sobre este tema. O caso cuidou de um plano de reestruturação entre a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras (“Petrobras”) e a União de Indústrias Petroquímicas S.A. – Unipar (“Unipar”), visando a consolidação dos ativos petroquímicos detidos por cada companhia em uma única companhia.

À época, a Petrobras detinha a maior parte de seus ativos petroquímicos na Dapean Participações S.A. (“Dapean”), sociedade em que era titular de 99,99% do capital social. A Dapean, por sua vez, era acionista controladora direta da companhia aberta Suzano Petroquímica S.A. (“Suzano”).

⁸⁰ BRAUN, Lucas. Da inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações às reestruturações societárias. *Revista de Direito Privado*. Vol. 50. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2012. p. 303.

Neste cenário, Petrobras e Unipar escolheram a Dapean como a sociedade alvo para concentrar os ativos petroquímicos das duas companhias. Para tanto, a reestruturação ocorreria em duas etapas.

Primeiramente, a Unipar aportaria todos seus ativos petroquímicos em uma subsidiária integral, a Fasciatus Participações S.A. (“Fasciatus”) e a Petrobras aportaria o restante dos seus ativos petroquímicos na Dapean.

Logo após, a última etapa da operação consistiu na incorporação da Fasciatus pela Dapean, de maneira que, após a troca das ações da Fasciatus pelas ações da Dapean, a Unipar passou a ser titular de 60% votante da Dapean.

A CVM foi questionada se a alteração do controle da Dapean, em razão da reorganização societária, geraria obrigação de a Unipar lançar uma OPA por Alienação de Controle aos acionistas minoritários da Suzano, haja vista que o controle indireto da Suzano mudou.

Em análise ao tema, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) apresentou entendimento no sentido de que seria obrigatória a realização de OPA por Alienação de Controle.

Em sede de recurso contra a decisão da SRE, o Colegiado da CVM apresentou divergência acerca da incidência do art. 254-A da LSA ao caso narrado.

O Diretor Relator Sergio Weguelin se mostrou contrário ao deferimento do recurso apresentado contra a decisão da SRE. Para o referido Diretor, por mais que não haja a transferência direta de valores mobiliários com pagamento de prêmio, há um fenômeno equivalente, que funciona como alicerce para a transferência do controle. Veja-se⁸¹:

5. Em linha com decisão anterior do Colegiado, considero que o art. 254-A se aplica às hipóteses de transferência indireta de controle, assim considerada a transferência, por meio de acordo, dos direitos políticos e econômicos dos valores mobiliários que asseguram o poder de controle. O consenso entre o acionista que deixa o controle e aquele que o assume – a alternância do controle da SZPQ foi um

⁸¹ PAS CVM nº RJ2008/4156, julgado em 17.06.2008. Voto do Diretor Relator Sergio Weguelin. p. 3, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6054-0.pdf>, acessado em 20.10.2019.

dos objetivos declarados de todo o processo – configura esta hipótese de transferência indireta, a meu sentir.

6. Em outras palavras, embora não haja transferência direta de valores mobiliários, há um efeito prático equivalente, que justifica a realização da OPA. Este efeito prático se reflete, inclusive e principalmente, na compensação financeira da mudança de controle.

Contudo, a posição vencedora foi a manifestada pelo Diretor Marcos Pinto. Conforme se extrai de seu voto divergente, o art. 254-A da LSA deve ser interpretado na sua literalidade, isto é, de forma que somente se aplica em caso de transferência ou cessão que implique em alienação do controle. Assim, não vislumbrou qualquer transferência ou cessão das ações que a Petrobras detinha na Dapean. Destaca-se⁸²:

2.13 Diante da dificuldade de precisar o propósito do art. 254-A, a interpretação literal parece ser a única saída. E uma saída cujas principais vantagens – segurança e previsibilidade – parecem ser bastante adequadas nesse contexto.

[...]

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.

3.6. Alienação com Deságio

Não há dúvidas de que o artigo 254-A da LSA se aplica apenas às alienações do bloco de controle que se dão de forma onerosa. *A contrario sensu*, não é aplicável em casos de alienações a título gratuito. Contudo, há casos em que a alienação se dá por valor meramente simbólico, por preço irrisório, como no caso de aquisição de bloco de controle de companhias com patrimônio líquido negativo.

⁸² PAS CVM nº RJ2008/4156, julgado em 17.06.2008. Voto divergente do Diretor Marcos Pinto. p. 2, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6054-1.pdf>, acessado em 20.10.2019.

3.6.1. Entendimento Doutrinário

Frente a este cenário, parte da doutrina entende que a finalidade da lei é a repartição do prêmio de controle. Desse modo, o pagamento de um prêmio pelo bloco de controle é imprescindível para a aplicação da OPA por Alienação de Controle. Assim, uma operação em condições normais de mercado, ou com deságio, não dispararia uma necessidade de realização de OPA por Alienação de Controle. Nessa linha, destaca-se os ensinamentos de Luiz Leonardo Cantidiano⁸³:

O intérprete da lei deve ter presente que apenas se justifica a apresentação, pelo adquirente do controle de companhia aberta, de oferta pública dirigida aos acionistas não controladores, quando há cessão onerosa do poder de controle da companhia, com o pagamento, pelo adquirente, de um prêmio.

Se a apresentação de oferta pública, dirigida aos acionistas não controladores, tem por objetivo exclusivo fazer com que seja estendida aos destinatários da oferta parcela de 80% do preço que tiver sido contratado com o respectivo alienante do controle, não se justifica a incidência da regra quando o alienante do controle transfere as ações que integram o bloco de controle sem receber sobrepreço correspondente à mais valia decorrente da cessão do citado bloco de ações.

Na outra ponta, há os defensores de que, uma vez que o art. 254-A da LSA não estabelece o critério da existência de ágio para obrigar a realização de uma OPA por Alienação de Controle, o art. 254-A da LSA se aplicaria em todos os casos de alienação de controle, independentemente do preço pago. O entendimento é que a OPA por Alienação de Controle visa proteger os acionistas minoritários em caso de uma troca de controlador, não apenas o rateio do prêmio de controle. Destaca-se excertos da análise de Carlos Augusto Junqueira de Siqueira a esse respeito⁸⁴:

Percebe-se, no argumento, sua lógica: para que lançar oferta por preço 20% inferior ao de mercado? Tratar-se-ia de uma oferta *negativa*, a merecer rejeição dos destinatários.

Na prática, entretanto, impõe-se visão diversa. Além das dificuldades já apontadas para estabelecer, adequadamente, a existência, ou não, do ágio, podemos alinhar contrariamente à interpretação acima transcrita:

⁸³ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das ações, cancelamento de registro e “tag along”. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 93.

⁸⁴ SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FMF Editora, 2004. p. 367 e 368.

a) se *não existir* liquidez para as ações no mercado, a oferta única se constitui numa oportunidade única, por propiciar liquidez *compulsória* para os acionistas venderem suas participações;

[...]

Por todas essas variantes, o entendimento no sentido de que a existência de ágio no preço pago pelo controle constitui condicionante para a efetivação da oferta pública decorrente da regra constante no art. 254-A não deve ser acolhido, por estranho ao preceito legal e pelos demais aspectos fáticos do negócio, como acabamos de ver.

Por fim, há doutrinadores que vislumbram esta aplicação de forma mitigada. Por mais que uma alienação de bloco de controle sem o pagamento de prêmio possa disparar a realização de uma OPA por Alienação de Controle, há casos em que o deságio é tão grande que a onerosidade se trata de mera ficção. Na verdade, estar-se-á diante de uma alienação a título gratuito, não disparando, portanto, a obrigação de realizar OPA por Alienação de Controle. Nessa esteira, veja-se Paulo Eduardo Penna, *in litteris*⁸⁵:

Na ausência de regulamentação a esse respeito, parece-nos que a OPA *a posteriori* em princípio será obrigatória, mesmo que não tenha havido pagamento de prêmio de controle. Não obstante, a inexistência de prêmio de controle poderá eventualmente caracterizar uma situação excepcional, justificando a aquisição das ações dos minoritários com procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução 361/02, analisado no item 6.4.8 *infra*.

Por fim, há casos, geralmente envolvendo companhias em situação deficitária, em que há um pagamento meramente simbólico de preço (às vezes R\$ 10,00 ou mesmo R\$ 1,00). Formalmente, há uma alienação onerosa, porém, em essência, trata-se de uma alienação a título gratuito. Não se justifica, nessas situações, a realização da oferta pública, que, a nosso ver, apenas oneraria o adquirente com os custos da OPA, sem trazer qualquer verdadeiro benefício aos acionistas.

3.6.2. Entendimento Jurisprudencial

O Colegiado da CVM, em sede de apreciação do Processo Administrativo CVM nº RJ2012/14383, se manifestou sobre este tema. Tratou-se de requerimento da Equatorial Energia S.A. a dispensa de realização de OPA por Alienação de Controle, em razão da alienação de controle acionário das Centrais Elétricas do Pará S.A. (“CELPA”).

⁸⁵ PENNA, Paulo Eduardo. Op. Cit. pp. 123 e 124.

O fundamento para o pedido de dispensa foi o fato de, conforme previsto no contrato de compra e venda de ações celebrado, o bloco de controle da CELPA estar sendo alienado pelo valor global de R\$ 1,00.

Frente a este cenário, a SRE entendeu que o caso em concreto se tratava de clara imaterialidade do preço da alienação. Portanto, era improvável que uma OPA por Alienação de Controle, nestes termos, fosse gerar algum impacto no mercado, conforme transcrito abaixo⁸⁶:

3.10. Com relação aos argumentos apresentados pela Requerente, entendemos que, no caso em tela, o valor total da oferta, caso ocorresse, assim como o seu impacto para o mercado, seria praticamente nulo. Portanto, concordamos no sentido de que provavelmente não haveria adesão à oferta.

3.11. Adicionalmente, ainda que se julgue procedente aplicar-se o art. 254-A da LSA ao presente caso, não haveria o que se pleitear, por parte dos acionistas minoritários, acerca do prêmio de controle, considerando que a Companhia foi alienada por um valor imaterial.

Ao apreciar o pedido, o Colegiado da CVM entendeu que carece ao órgão regulador o poder de dispensar a realização de uma OPA por Alienação de Controle, haja vista que se trata de instituto jurídico imperativo, de cunho mandatório. Nada obstante, o pedido de registro foi recebido como consulta, hipótese em que acompanhou o entendimento da área técnica.

⁸⁶ Processo Administrativo CVM nº RJ2012/14383, Manifestação da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários, proferida em 07.03.2013, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8616-0.pdf>, acesso em 26.10.2019, p. 4.

4. Teorias Acerca da Percepção do Prêmio de Controle

Apesar da imperatividade normativa do art. 254-A da LSA, há diversas teorias sobre quem seria o verdadeiro titular do prêmio de controle. Tais debates ocorreram tanto no direito estrangeiro, quanto no Brasil, mais fortemente à época da elaboração do anteprojeto da LSA.

A dicotomia se resume, em apertada síntese, ao fato de que, para alguns doutrinadores, o direito de perceber o prêmio de controle é exclusivo do acionista controlador. Por outro lado, há doutrinadores que entendem que este prêmio deve ser socializado.

4.1. Diferentes Teorias no Direito Norte-Americano

Haja vista o mercado de capitais mais desenvolvido e sofisticado, a doutrina estrangeira vem, há muito, discutindo o verdadeiro significado de poder de controle societário e quem é legitimado a ficar com o prêmio advindo da alienação deste poder.

Especial atenção merece o caso dos EUA. Possivelmente, o mercado de capitais mais desenvolvido e com maior volume de negociações. Desde os anos 30, a doutrina norte-americana discute a quem pertence o prêmio de controle, conforme melhor exposto abaixo.

4.1.1. Percepção do Prêmio pela Companhia

4.1.1.1. Controle como Ativo Social

Pioneiros no desenvolvimento do tema, os juristas Adolf Augustus Berle e Gardiner C. Means, na renomada obra *The Modern Corporation and Private Property*, trazem à baila o debate sobre do que se trata, efetivamente, o controle, a quem pertence e, em caso de alienação, quem poderá dispor sobre ele.

Em sua obra, os juristas destacam um fenômeno em ascensão no mundo societário. Há o surgimento de dois vetores, que caminham em

direções opostas. De um lado, temos um fenômeno da concentração do poder econômico na mão de poucos agentes de mercado, fazendo com que tomem as rédeas das companhias. Veja-se⁸⁷:

The corporate system has done more than evolve a norm by which business is carried on. Within it there exists a centripetal attraction which draws wealth together into aggregations of constantly increasing size, at the same time throwing control into the hands of fewer and fewer men. The trend is apparent; and no limit is as yet in sight. Were it possible to say that circumstances had established the concentration, but that there was no basis to form an opinion as to whether the process would continue, the whole problem might be simplified. But this is not the case. So far as can be seen, every element which may end the tendency is the limit in the ability of a few human beings effectively to handle the aggregates of property brought under their control.

De outro lado, tem-se a dispersão da propriedade da companhia. Isto ocorre através do surgimento das grandes *corporations*, que acessam o mercado de capitais em busca de financiamento privado de diversos agentes. Tal fenômeno dispersa a propriedade social, aumentando, em muito, o número de acionistas das *corporations*. Destaca-se⁸⁸:

Accompanying the concentration of economic power, growing out of it, and making it possible, has come an ever wider dispersion of stock ownership. This in turn has brought about a fundamental change in the character of wealth, -in the relation between the individual and his wealth, the value of that wealth and the nature of property itself. Dispersion in the ownership of separate enterprises appears to be inherent in the corporate system. It has already proceeded far, it is rapidly increasing and appears to be an inevitable development.

A essa concentração do poder econômico os juristas nomeiam de “*control*”. Concluem que este *control*, advindo da dispersão acionária, deve ser usado em benefício de todos os participantes da companhia, bem como da própria companhia, uma vez que não é um poder advindo da propriedade das ações, mas sim uma influência sobre a propriedade social.

Partindo das premissas supramencionadas, os juristas concluem que, por se tratar de uma ingerência/influência sobre os ativos da companhia⁸⁹:

[T]he power going with ‘control’ is an asset which belongs only to the corporation; and that payment for that power, if it goes anywhere, must go into the corporate

⁸⁷ BERLE, Adolf Augustus e MEANS, Gardiner C. Op. Cit. p. 18.

⁸⁸ Ibid. p. 47.

⁸⁹ Ibid. pp. 216 e 217.

treasury. [...] In effect, a position of ‘control’ is a valuable piece of property to its holder, and so regarded; its value arises out of the ability which the holder has to dominate property which in equity belongs to others. And the law thus far has been unable to deal with the situation.

Em trabalho publicado posteriormente, comentando a teoria de William D. Andrews –estudada mais a frente no presente trabalho – e o paradigmático caso *Perlman v. Feldmann*⁹⁰, julgado em 1955, Adolf Augustus Berle esmiúça a sua teoria, anteriormente citada.

Neste artigo publicado, o autor já enfrenta o complexo debate da existência e alienação do controle minoritário. Segundo o jurista, há remédios distintos para situações distintas, as quais possuem cristalina diferença.

O primeiro caso seria um acionista que transfere um bloco de ações majoritário, transferindo, conseqüentemente, o poder de controlar os rumos da *corporation*. Neste caso, a única discussão seria sobre a dividir (ou não) o prêmio obtido entre todos os acionistas *pro rata*.

Já o segundo caso representa quando um acionista, ilegitimamente, transfere sua influência na *corporation* sem, contudo, transferir quaisquer ações que lastreiem tal influência. Ilustrativamente, seria o caso de um acionista contratar, mediante o pagamento de um prêmio, a transferência de *proxies* (i.e. mandatos para votar em nome de outros acionistas nas assembleias). Segundo o autor, esta modalidade seria indevida, devendo-se remediar a lesão aos demais acionistas através do impedimento da conclusão da transação.

⁹⁰ Julgado em 1955, tratou-se da alienação do bloco de controle minoritário de Feldmann, acionista controlador e presidente da Newport Steel Corporation. O bloco de ações, representante de 37% do capital votante, foi alienado pelo valor de USD 20,00 por ação, embora o valor de cotação das ações da companhia no mercado de balcão fosse, à época, USD 14,67 por ação, e seu valor nominal fosse USD 17,03. O potencial adquirente era um comprador de aço da Newport Steel, de forma que poderia, através da ingerência de acionista controlador, se favorecer em transações comerciais, celebrando-as em bases não comutativas. Frente a este cenário, Perlman, acionista minoritário da Newport Steel Corporation, moveu ação em face de Feldmann, requerendo a divisão *pro rata* do ágio recebido por Feldmann, haja vista que o controle é um ativo social e, portanto, deve ser rateado com todos os acionistas. Em primeira instância, Feldmann foi vitorioso, sob o argumento de que o controle não se trata de um ativo social, mas sim de um elemento conferido às ações de controle. Entretanto, tal decisão foi reformada em sede recursal, onde a maioria dos magistrados entendeu que o acionista controlador, quando de uma alienação do bloco, possui deveres fiduciários para com os demais acionistas, sendo devido o rateio do prêmio.

O último ocorre quando se aliena a influência na *corporation*, junto com ações que lastreiem tal influência. Todavia, tais ações não conferem o controle efetivo. Trata-se do *minority bloc*. Nas palavras do autor⁹¹:

When control is transferred for a consideration, (a) the seller may be selling attributes of his shares which he has a perfect right to transfer, but which must be transferred with due consideration for the interest of the corporation as a whole. If the sale is at differential over market, the problem is whether the seller can collect the over price, or whether such excess must be shared with his fellow stockholders; or (b) the control holder may be transferring for a consideration extraneous capacity to direct existing directors to turn over the management to someone else—that is, selling his capacity to influence existing directors. This is an attribute he has no right to have, and the existing directors have no right to recognize; or (c) the transaction may contain both elements. Different remedies may be needed.

In the situation presented by (a), other circumstances being absent, nothing improper has been done. The only question is whether there should be equitable assignment to the minority shareholders of a portion of the differential or premium received for the sale of the voting power along with sale of less than all the stock. In the situation presented by (b), raw power has been sold without substantial sale of stock; the transaction is improper; and, in justice to the shareholders, it ought to be blocked and perhaps rescission decreed. They are entitled to a management chosen by shareholders, not by outsiders. The real difficulty arises in the case presented by (c) where legitimate transfer of a minority of the stock also carries with it control power arising from the relationship between the holders of the minority block and the corporate management, and from control of the nomination and proxy machinery.

Em conclusão à tese anteriormente manifestada, Adolf Augustus Berle destaca que o poder de eleger a maioria da administração da *corporation* – sem necessitar da unanimidade do capital votante – não se trata de um direito individual de propriedade do acionista controlador.

O poder de preponderar nas deliberações das *corporations*, apenas com a maioria do capital votante, é conferido em detrimento do funcionamento social. Dessa forma, este poder somente existe para que a *corporation* não seja engessada pela exigência da unanimidade para deliberar quaisquer assuntos.

Prova clara de que a eleição da administração apenas com a maioria do capital é um ativo social jaz no poder da administração. Quando do

⁹¹ BERLE, Adolf. Augustus. Price of Power Sale of Corporate Control. Cornell Law Review. Vol. 50. 1965. pp. 633 e 634. Disponível em <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=2454&context=clr>, acessado em 28.10.2019.

exercício das suas atribuições, os administradores não podem discriminar os acionistas majoritários dos minoritários, embora tenham sido eleitos pelos acionistas majoritários, conforme exposto abaixo⁹²:

By its corporation statute, the state grants each corporation capacity to choose a board of directors for management of its affairs. It directs exercise of that capacity through the stockholder's vote. By the certificate of incorporation, it gives the incorporators power to assign the vote evenly among all shares outstanding or evenly among all the shares of a specified class or classes. By statute in most states, and by general doctrine, the rights of each share of stock within each class must be identical. It is wholly impractical to require a unanimous vote to elect directors; consequently in all normal situations a majority is authorized to elect the directors prevailing over the votes of the minority. Essentially, this is nothing more than a device to assure continued management and functioning; it is a corporate power, though exercised by individual stockholders. It does not authorize or permit a management thus constituted to distinguish between majority and minority shareholders: management power does not include that privilege. The position of a majority shareholder, with his capacity to control, is thus not a 'property right' in the same sense as is his right to participate in dividends, or in liquidation or the like. His control power is really adventitious, a by-product of the corporate capacity to choose a board of directors by less than unanimity. This is why the control power-capacity to choose a management is a corporate asset, not an individual one.

Em conclusão, o autor destaca que, nos casos de alienação efetiva do *control*, ou seja, o controle majoritário das ações, tem-se a legítima alienação do controle da *corporation*, uma vez que está sendo transferido junto com as ações que alicerçam o exercício do referido poder.

Neste cenário, qualquer valor percebido a maior pelo acionista controlador seria de propriedade comum, social. Segundo Berle, a melhor forma de garantir a divisão *pro rata* entre todos os acionistas seria a percepção do valor remanescente, a título de prêmio, pela tesouraria da companhia. Assim, a companhia operaria como o fio condutor da igualdade entre os acionistas, conforme destacado abaixo:

In the first case, i.e., straight majority control, the power held is legitimate; but any price received for it, apart from the value of the stock without that power, belongs in equity to all the shareholders. The corporate entity may, but need not necessarily, be used as the conduit through which the differential may be distributed so that every stockholder gets his *pro rata* share.

⁹² Ibid. pp. 637 e 638.

4.1.1.2. Prêmio de Controle Equiparado ao Suborno

David Cowan Bayne manifesta posicionamento similar aos juristas supramencionados. Bayne parte da premissa que a única razão pela qual um possível adquirente pagaria preços exorbitantes pelo bloco de controle seria para tirar proveitos indevidos da *corporation*, as custas dos acionistas minoritários.

Portanto, Bayne se vale da teoria dos *private benefits of control*, introduzida pelo jurista John C. Coffee Jr., a qual, conforme visto no capítulo 1 do presente trabalho, pressupõe que o prêmio é pago pois o adquirente pretende se valer de privilégios que a posição de acionista controlador exclusivamente confere.

Dessa forma, em periódico publicado para comentar o deslinde do caso *Perlman v. Feldmann*, Bayne entende que o prêmio de controle pago deve ter lastro. Ou seja, deve possuir uma legítima motivação para a sua alienação, sob pena de ser considerado um *bribe*, pago pelo adquirente para se valer dos *private benefits of control*. Neste particular, uma vez reconhecido o prêmio como *bribe*, à luz dos precedentes norte-americanos, o montante excedente pago deveria se destinar à *corporation*, em linha com o trecho abaixo⁹³:

In fact, without exception – *McClure*, *Bosworth*, *Porter v. Healy*, the *Reynolds* cases – all awarded the premium to the corporation, but, unfortunately, all equally without exception adduced no reasons at all for the award. One might conjecture that the reasons were too patent, that the premium so obviously belonged to the corporation that discussion would be otiose. But some experience of the pain suffered in unravelling the intrinsic illegitimacy of the premium, and its rightful ownership by the corporation, destroys this conjecture. The judicial silence is perhaps rather referable to the very complexities of this illegitimacy. In any event, resort to the adjudicated cases for a premium-disposition philosophy yields little beyond the bald conclusion that the premium belongs to the corporation, without elaboration.

Apesar dos precedentes citados, Bayne questiona se a destinação do *bribe* para a *corporation* seria efetiva para todos os acionistas se, de fato,

⁹³ BAYNE, David Cowan. *Sale of Control Premium: the disposition*. p. 628. Disponível em <https://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=2761&context=californialawreview>, acesso em 29.10.2019.

estaria reparando o dano aos verdadeiros lesados. Para tanto, há de se cindir o valor global pago, separando o que representaria o pagamento a título de *bribe*. Nesse diapasão, veja-se⁹⁴:

Somewhat inexplicably, another factor contributed to the judicial fuzziness, or outright silence, on the rationale of the disposition. Rarely did courts segregate the premium-bribe money from any dollar damages for later looting, collateral chicanery, or the harm from disloyalty and conflict of interest. Here are mutually exclusive concepts, one founded in the law of restitution, contract, and trust; the other in tort. A court must approach damages and disposition, therefore, from totally distinct aspects.

[...]

An analysis of the premium-bribe disposition must substantially relegate this intrusive question of damages to another time. Such relegation, however, is not uniformly practicable. As the discussion progresses, the impact of a damages award on one's understanding of the philosophy of the apportionment can be great, even though subconscious. But the analysis primarily must concern the disposition and later allocation of the premium-bribe, duly identified and isolated, with damages for elsewhere.

Por fim, Bayne estabelece três padrões de identificação do pagamento de um prêmio sem lastro. No primeiro pilar, há o estabelecimento de promessa considerada contra o interesse público. No segundo pilar, há indicação de um sucessor desqualificado para exercer sua atribuição. O último pilar representa a desvirtuação do processo de seleção. Segundo Bayne⁹⁵:

The pattern inside the premium-bribe is tripartite. Both principal parties, controleur and successor, were guilty simultaneously of (1) passing *illicit consideration* (2) in the appointment of an *unsuitable successor* (3) thereby *perverting the judgment* of selection. These elements coalesce to constitute the total turpitude of the premium-bribe [...]

4.1.2. A Teoria da “*Equal Opportunity Rule*”

Quebrando o paradigma de que a alienação do controle seria, por primazia, uma lesão à *corporation* e aos demais acionistas, o jurista William D. Andrews introduz a chamada *equal opportunity rule*. De acordo com tal regra, a alienação do controle pelo acionista controlador não seria proibida.

⁹⁴ Ibid. pp. 628 e 629.

⁹⁵ Ibid. p. 634.

Pelo contrário, o acionista controlador poderá alienar suas ações livremente, pelo preço que quiser, contanto que leve a oferta aos demais acionistas da companhia, em igualdade de condições. Portanto, vê-se que Andrews foi o primeiro jurista a defender a socialização do controle da *corporation*, por entender que se trata de um bem comum a todos os acionistas.

Ao contrário dos doutrinadores *in supra*, Andrews entende que a percepção do prêmio pela companhia não é o melhor remédio para a desigualdade de condições que surge em função da condição que o acionista controlador assume dentro da *corporation*. Segundo Andrews⁹⁶:

The rule to be considered can be stated thus: whenever a controlling shareholder sell his shares, every other holder of shares (of the same class) is entitled to have an equal opportunity to sell his shares, or a pro rata part of them, on substantially the same terms. Or, in terms of the correlative duty, before a controlling stockholder may sell his shares to an outsider, he must assure his fellow stockholders equal opportunity to sell their shares, or as high a proportion as theirs as he ultimately sells of his own.

Andrews entende que tal regra pode sanar uma problemática de complexa solução, a distinção dos danos causados pela entrada de novo controlador mal-intencionado das volatilidades, para mais ou para menos, inerentes às trocas de controle. Para Andrews, “[t]he rule tends to operate automatically to distinguish between a premium paid for the opportunity of entering into extra stockholder relations, and one that reflects a change in investment appraisal resulting from a shift in control”⁹⁷.

Portanto, isto afastaria os compradores mal-intencionados, haja vista que, segundo Andrews, eles não estariam dispostos a pagar um vultuoso prêmio pela totalidade do capital da *corporation*.

A *equal opportunity rule* foi alvo de críticas de diversos doutrinadores à época. A título ilustrativo, George B. Javaras publicou periódico em

⁹⁶ Apud ANDREWS, William D., *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*. Estados Unidos.1965: Harvard Law Review. Edição 505. p. 515.

⁹⁷ Ibid. p. 527.

resposta à teoria de Andrews, criticando, principalmente, a necessidade de um comprador adquirir a totalidade do capital da *corporation*.

Segundo Jaravas, por mais que este fato contrabalanceie o preço pago pelo prêmio, diminuindo-o, isto afastaria também os compradores bem-intencionados, uma vez que a aquisição da totalidade do capital de uma *corporation*, ainda que pelo mesmo preço do bloco de controle, não é um investimento atrativo. Para Javaras⁹⁸:

In effect then, the rule of equal treatment would impose higher capital requirements on beneficial purchasers in a substantial number of transactions. Professor Andrews inappropriately assumes, however, that the purchasers should be willing to meet these higher costs because the investment value of the additional shares is the same. He errs in that his reasoning is incomplete. It is true that the investment value is the same. But even if the capital market did function perfectly and the purchaser could arrange the financing, a rational businessman might not want to buy all the shares at a premium price justified by the investment potential. It might be sensible to decline to buy more than the bare amount necessary for control on the principles of diversification of risk and of opportunity. This might render the equal treatment rule ineffectual as a means of automatically distinguishing ‘good’ and ‘bad’ purchasers. I would think that the number of prospective beneficial purchasers prevented because of a desire to diversify will be much larger than those simply unable to raise the capital. Until empirical evidence is adduced to the contrary, I am predisposed to consider this cost of restraining beneficial transactions substantial when compared with the cases of detriment with which the present law is incompetent to deal.

Em artigo publicado após o julgamento do caso *Perlman v. Feldmann*, o próprio Adolf Augustus Berle reconhece que a *equal opportunity rule* pode ser o remédio apropriado para ajustar a desigualdade gerada pela apropriação do “ativo social” pelo acionista controlador.

Contudo, Berle entende que tal mecanismo deve ser aplicado apenas como um remédio, não um direito inerente à condição de acionista minoritário.

Este remédio deve preencher o arcabouço de opções que o judiciário tem para reparar os danos causados em razão da alienação do controle

⁹⁸ JAVARAS, George B., *Equal Opportunity in the Sale of Shares: A Reply to Professor Andrews*. p. 426. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3436&context=uclrev>. Acesso em 29.10.2019.

acionário, que poderá se manifestar, também, através da reparação do valor do prêmio para a tesouraria da *corporation*, conforme trecho abaixo⁹⁹:

The same rule I believe applies to the second case-minority control where the minority can mobilize the additional needed margin.

In both situations, it would seem that the remedy may be either (1) recovery of the differential and placing it in the corporate treasury, or (2) recovery of the differential and directing that it be paid as a distribution to all the voting shareholders. This may be accomplished directly, as was done in *Feldmann* to avoid an unnecessary step, by directing payment by the control seller of the proper pro rata share to the noncontrolling shareholders.

Preventively, the remedy suggested by Professor Andrews seems adequate, though it should be recognized as a remedy rather than a right.

4.1.3. A Teoria da “Market Rule”

A última teoria acerca do tema vem em ruptura ao paradigma anteriormente estabelecido por Berle e Means e, posteriormente, por Andrews. De acordo com a teoria da *market rule*, o acionista controlador, proprietário do bloco de controle, é livre para dispor da sua propriedade privada.

A *market rule* critica, na essência, a teoria de Berle e Means, por entender que o controle é um bem inerente ao bloco de controle. Assim, não se trata de um ativo social. Dessa forma, não há o que se discutir em relação ao rateio de eventual prêmio percebido, uma vez que deve ser integralmente percebido pelo acionista controlador.

Portanto, caso um acionista possua o controle efetivo sobre uma *corporation*, não há qualquer influência dos acionistas minoritários em relação ao exercício deste controle, de forma que o rateio de eventual prêmio percebido com todos os acionistas seria teratológico. Nesta linha, destaca-se os ensinamentos de Henry G. Manne¹⁰⁰:

A number of legal writers, following Berle, continue to press for a rule of equality in share purchase price when an outsider buys control in a corporation. The economic results of such a rule could be most unfortunate. Many holders of control blocks of shares would refuse to sell at a share price which did not pay them a

⁹⁹ BERLE, Adolf. Augustus. Op. Cit. p. 639.

¹⁰⁰ MANNE, Henry G., Mergers and market for corporate control. *Journal of Political Economy*. v. 73, nº 2. 1965. pp. 116 e 117. Disponível em: <https://are.berkeley.edu/~cmantinori/prclass/Manne.pdf>, acesso em 30.10.2019.

premium at least sufficient to compensate them for the loss of net values presently being received from their position in the corporation. If all non-controlling shareholders must accordingly be paid a premium over the market price of their shares, then in a substantial number of cases the purchaser will not conclude the bargain. This further suggests that, if control is securely held in one block, the 'market price' of traded shares is the price for an underlying share interest without an aliquot portion of control. That is, if one person owns 51 per cent of the shares of a company, nothing will be paid for the vote attached to the other shares, no matter how actively the shares may be traded on the market. The less securely control is held in one block, the more likely are non-controlling shareholders to participate in the 'premium,' and the less will an outsider be willing to pay one shareholder for control. Both proxy fights and competitive tender bids are more likely to occur under these conditions, since each of them gives shareholders the power to sell their votes at a premium.

Nada obstante, a doutrina defensora da *market rule* entendia que dividir o prêmio de controle, com os acionistas minoritários, não é uma medida no seu interesse. Pelo contrário, nenhum adquirente pagará, em iguais condições, o valor do prêmio para todos os acionistas. Isto poderia dobrar o valor do investimento. Na realidade, o que aconteceria seria um pagamento menor para todos os acionistas, inclusive o acionista controlador. Nessa esteira, veja-se o entendimento de Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel¹⁰¹:

Sharing the control premium would stifle transfers rather than enrich minority investors, If the premium must be paid into the corporate treasury, those who hold the controlling bloc may refuse to sell; if minority shareholders may sell on the same terms as the controlling shareholder, bidders may have to purchase more shares than necessary, possibly causing the transaction to become unprofitable (or leading to a uniform but lower price, again tempting refusal to sell). Minority shareholders would suffer under either rule, as probability of improvements in the quality of management declined.

Em 4 de maio de 1990, quando do julgamento do caso *Harris v. Carter*, a Chancery Court de Delaware superou a controvérsia judicial acerca do tema, ao consolidar a *market rule* como a teoria aplicável para os casos de alienação de controle das *corporations*.

Michael R. Harris era acionista minoritário da Atlas Energy Corporation ("Atlas"), que atuava no setor de óleo e gás. Harris moveu ação para questionar a alienação do controle da Atlas por Frederic E. Carter e

¹⁰¹ *Apud* EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge, Estados Unidos da América: Harvard University Press, 1996. p. 127.

outros, acionistas controladores, para Robert Lee Ager Mascolo e outros (“Grupo Carter” e “Grupo Mascolo”, respectivamente).

O Grupo Carter celebrou um *Stock Exchange Agreement* com o Grupo Mascolo, onde seriam trocadas as ações detidas pelo Grupo Carter na Atlas por ações detidas pelo Grupo Mascolo na Insuranshares of America (“ISA”).

Junto com outras complexas transações, a operação previa a posterior incorporação da Atlas pela ISA, com a alienação dos ativos da Atlas referentes ao setor de óleo de gás, mudando o nome da Atlas para Insuranshares of America, Inc.

Harris alegava, em apertada síntese, que o Grupo Mascolo favoreceu a ISA nesta transação entre partes relacionadas, lesionando o patrimônio da Atlas. Adicionalmente, a ISA se tratava de uma sociedade de fachada (*corporate shell*). Neste cenário, Harris, na qualidade de acionista minoritário da Atlas, requereu indenização tanto do Grupo Carter quanto do Grupo Mascolo.

Quanto ao Grupo Carter, Harris entendia que, na qualidade de acionista controlador da Atlas, um dever de cuidado para com a Atlas era devido, quando da alienação do controle, em tomar todas as medidas que um homem probo tomaria para procurar um vendedor bem-intencionado.

No que tange o Grupo Mascolo, foi alegado que o grupo, na qualidade de novo acionista controlador, realizou série de atos complexos que lesaram o patrimônio social da Atlas.

Neste cenário, a Chancery Court entendeu que os acionistas controladores têm o direito de alienar suas participações livremente, não havendo qualquer dever perante os demais acionistas, salvo nos casos de conduta grosseiramente negligente – o que não foi o caso, uma vez que o Grupo Carter foi induzido a erro, não tendo recebido nenhum montante com a operação, apenas ações da ISA, que não possuía lastro econômico.

4.2. Diferentes Teorias no Direito Brasileiro

Conforme mencionado no capítulo 2 do presente trabalho, à época da elaboração do anteprojeto da LSA, havia diversas discussões sobre como remediar problemas sofridos no âmbito do mercado de capitais e do direito societário. Dentre estes problemas, estava a incorporação de instituições financeiras, em razão da ausência de concessão de novas cartas patente pelo BACEN.

Almejando remediar a problemática, passou a correr no Congresso Nacional requisição de maior proteção aos acionistas minoritários. Neste cenário que a Exposição de Motivos CDE nº 14 pugnou por um tratamento igualitário dos acionistas, quando da alienação do bloco de controle das companhias.

Nessa toada, os juristas incumbidos da elaboração do anteprojeto da LSA, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, tiveram o complexo trabalho de assegurar o tratamento igualitário aos acionistas minoritários, sem, contudo, ofender os alicerces do direito societário pátrio, nem o bom funcionamento do mercado.

Após extensa análise, os autores decidiram encaminhar o anteprojeto ao Ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, desacompanhado de um mandamento expresso e específico para o tratamento igualitário dos acionistas minoritários em caso de alienação de bloco de controle.

Em contrapartida, os autores elaboraram técnicas para travar a realização exacerbada e abusiva das incorporações ou alienações de controle de instituições financeiras e, por conseguinte, das cartas patentes.

Primeiramente, as companhias cujo funcionamento dependia de autorização do poder público – como é o caso das instituições financeiras – necessitariam de outorga do poder público para ter seu controle alienado.

Adicionalmente, quando da deliberação de uma eventual reorganização societária, o acionista dissidente desta deliberação teria o direito de se retirar da companhia, mediante o recebimento de reembolso.

Além destes fatos narrados, os autores do anteprojeto levaram outros aspectos em conta. A condição de acionista controlador, *per si*, já inviabilizaria a socialização do prêmio de controle, uma vez que a distinção econômica que advém do exercício do poder de controle é inerente ao mesmo, conforme abaixo se destaca¹⁰²:

Contribuíram ainda para a orientação do Anteprojeto – além dessas razões conceituais – a consideração de que: (a) o acionista controlador desempenha na organização da sociedade função inteiramente distinta da dos demais; (b) a contrapartida do poder do acionista controlador são responsabilidades que não existem para o acionista minoritário; e (c) o Anteprojeto seria contraditório se pretendesse negar ao poder de controle o valor – distinto do valor das ações – que lhe atribui o mercado ao mesmo tempo em que propunha, inovando a legislação societária, a definição legal da responsabilidade do acionista controlador.

Apesar da apresentação do anteprojeto ao Presidente da República, a doutrina societária ainda divergia acerca da necessidade – ou não – da socialização do prêmio de controle das companhias.

4.2.1. Socialização do Prêmio

Assim, o jurista Modesto Carvalhosa se manifestou a favor da socialização do prêmio de controle pelos acionistas minoritários. Segundo o autor, seria abusivo privar os acionistas minoritários de receber parte do valor do prêmio de controle, que até então vinha sendo percebido apenas pelo acionista controlador.

Comentando o caso das incorporações financeiras, Carvalhosa demonstrou seu claro descontentamento com os males que os acionistas minoritários destas instituições vinham sofrendo. Dessa forma, Carvalhosa usa o caso da Santa Casa como um paradigma de todos os abusos que vinham ocorrendo¹⁰³:

Cite-se, como exemplo dessa espoliação, o caso de um banqueiro que se dirigiu à Santa Casa de Misericórdia de São Paulo e ali conseguiu, a um preço ligeiramente superior ao da ínfima cotação de bolsa, adquirir da incauta Mesa todo o lote de ações do respectivo banco que a benemérita instituição possuía. Uma semana após, revendeu essas mesmas ações, juntamente com as suas e as demais que

¹⁰² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. Cit. p. 743.

¹⁰³ CARVALHOSA, Modesto. Op. Cit. p. 113.

apressadamente adquirira em tratado, que correspondia a 12 vezes o valor de cotação.

Quando do encaminhamento do anteprojeto ao Congresso Nacional, Carvalhosa demonstrou seu claro descontentamento com a ausência de previsão da OPA por Alienação de Controle, por entender que tal ausência violava a Exposição de Motivos CDE nº 14, conforme abaixo¹⁰⁴:

Eis que, para perplexidade geral, o Presidente da República envia sua Mensagem nº 204 ao Congresso Nacional em 2 de agosto de 1976, encaminhando o Projeto de Lei sobre as Sociedades por Ações, no qual se propunha a adoção de um regime legal de proteção aos controladores na transferência de controle. Reduzia-se, em consequência, a disciplina das ofertas públicas a aspectos de mero procedimento e de informações ao mercado, sem qualquer caráter ético.

4.2.2. Percepção do Prêmio pelo Acionista Controlador

Na outra ponta, encontravam-se os autores do anteprojeto, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Os autores do anteprojeto eram contrários à divisão do prêmio de controle com os demais acionistas. Dessa forma, teceram críticas ao posicionamento da primeira corrente doutrinária.

Os autores do anteprojeto destacaram que a *ratio* da primeira corrente se baseava em dois pilares.

O primeiro pilar jaz na assertiva de que o controle é parte integrante do patrimônio da companhia. Uma vez que o controle é da companhia, todos os acionistas, por terem contribuído com o capital social, devem fazer jus ao prêmio de controle.

O segundo pilar advém do princípio de direito societário de que ações da mesma classe e espécie possuem iguais direitos e obrigações. Dessa forma, à luz de tal princípio, a lei deveria assegurar preço igual de venda para todas estas ações.

Refutando estes pilares, os autores do anteprojeto entenderam haver inconsistências jurídicas nos argumentos supramencionados, aduzindo 5 razões para haver tais inconsistências.

¹⁰⁴ Ibid. p. 115.

A primeira razão é que o poder de controle não integra o patrimônio da companhia. O poder de controle é uma situação de fato, de modo que pode, a qualquer momento, surgir, desaparecer, aumentar ou diminuir. Quaisquer destas nuances não afetarão a companhia.

A segunda razão é que o poder de controle nasce na esfera patrimonial do acionista controlador, não da companhia. O poder de controle tem origem na concentração de ações no patrimônio de uma só pessoa (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto).

A terceira razão se manifesta através de o princípio da igualdade de direitos e obrigações às ações de mesma classe e espécie ser inaplicável ao caso. O referido princípio almeja proteger os acionistas na estrutura interna da companhia. Assim, a proteção dos acionistas se opera sobre o patrimônio da companhia, não sobre a esfera particular das demais ações da companhia.

A quarta razão, ainda sobre o princípio *in supra*, destaca que o escopo de proteção desta igualdade se limita ao direito de participação, não abrangendo o direito de propriedade de cada acionista sobre as suas ações.

A quinta e última razão representa a incompatibilidade do almejado uso deste direito de igualdade com o direito de propriedade de cada acionista. Conferir tal igualdade contraria o conceito de propriedade individual e de livre disposição de cada acionista sobre suas ações.

A discussão supramencionada foi relatada pelos autores do anteprojeto, em parecer aqui transcrito, *in litteris*¹⁰⁵:

A tese tem sido justificada com dois fundamentos:

- a) o controle 'é' da companhia e seu valor 'é' do patrimônio da companhia; por conseguinte, os direitos de participação conferidos pelas ações devem ter por objeto também o valor de controle;
- b) um dos princípios fundamentais das sociedades por ações é a igualdade dos direitos conferidos pelas ações da mesma espécie e classe; por conseguinte, a lei deve assegurar aos acionistas minoritários 'igual oportunidade' de venderem suas ações ao mesmo preço das ações que integram o bloco de controle.

A alegação desses fundamentos revela, a nosso ver, diversas confusões conceituais:

- a) o valor do controle não é elemento do patrimônio da companhia; o poder de controle de determinada companhia surge, é transferido e desaparece sem nenhuma repercussão sobre a composição ou do valor do patrimônio da companhia;

¹⁰⁵ LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. Cit. pp. 734 e 735.

- b) o valor do poder de controle nasce da formação do bloco de controle, que é fato que ocorre no patrimônio dos acionistas, e não da companhia;
- c) a igualdade dos direitos conferidos pelas ações da mesma espécie e classe diz respeito à estrutura interna da sociedade e aos direitos de participação que integram cada ação; esses direitos têm por objeto os valores que existem no patrimônio da companhia, e não outras ações da mesma companhia;
- d) a ação somente é considerada objeto de direito do ponto de vista do patrimônio do acionista; e, nesse caso, é objeto de direito de propriedade do acionista, e não de direitos de participação – nem do seu titular e muito menos dos demais acionistas;
- e) a chamada ‘igual oportunidade’ de todos os acionistas venderem suas ações pelo mesmo valor é incompatível com o conceito de propriedade individual das ações e o direito de livremente dispor das ações, contido nessa propriedade.

4.2.3. Percepção do Prêmio pelo Poder Público

Em outra frente, o jurista Rubens Requião possuía posicionamento distinto. De acordo com o jurista, o bloco de controle se encontra na categoria de bem imaterial. Neste caso, assim como o aviamento – sobrevalor conferido ao fundo de comércio –, é economicamente mensurável, o controle também é, uma vez que a aglomeração das ações no bloco de controle confere um maior poder político ao acionista controlador. Veja-se¹⁰⁶:

O aviamento é a capacidade da empresa gerar lucros, devido a excelência de sua organização. Seja ou não um atributo da clientela, constitui um bem imaterial, pois tem valor mensurável, no caso de venda do estabelecimento. Admite o Direito Italiano atual que seja ele objeto de lançamento contábil, em consequência da venda da azienda. O mesmo raciocínio aplicamos ao “controle” acionário, pois a circunstância de o acionista, além de deter suas ações, dispor do poder acrescido de deliberação da sociedade, constitui por isso um sobre valor, mensurável em termos econômicos.

Ainda, Requião aponta a clara divergência doutrinária acerca do tema. Segundo o jurista, a doutrina se divide entre os simpáticos à socialização do controle, por entender que o poder de controle representa um bem comum, portanto, devendo ser dividido por todos os acionistas.

De outro lado, encontram-se os doutrinadores “individualistas”, que entendem que o poder de controle advém da aglomeração das ações no patrimônio de uma única pessoa – ou conjunto de pessoas vinculadas por acordo de voto. Dessa forma, quando da alienação do bloco de controle, o

¹⁰⁶ REQUIÃO, Rubens, O controle e a proteção dos acionistas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 15/16. 1974. p. 31.

ágio obtido com a venda deve ser percebido integralmente pelo proprietário do bloco.

Em primeira análise, Requião se filia à segunda corrente, por entender que o controle é um bem imaterial e, portanto, é apropriável por ocupação, conforme abaixo se expõe¹⁰⁷:

Nessas condições, sendo o controle em si um *valor*, expresso em moeda, não nos resta dúvida de que ele se constitui num bem, de natureza imaterial. Assentada, assim, a nossa concepção jurídica, analisamos também, naquela oportunidade, que, sendo o controle um somatório de poder decorrente das ações destinado ao fim da gestão da sociedade, é legitimamente apropriável. E o é por ocupação, pelo acionista ou pelo grupo que conseguir reunir à sua disposição o maior número de títulos. Essa é a concepção individualista do problema, a que se opõe a concepção socializante que pretende a apropriação do valor do controle, como bem jurídico autônomo, pertencente à coletividade dos acionistas, como um patrimônio comum. Consideramos, tendo em vista nossas instituições jurídicas tradicionais, o controle, bem imaterial, objeto de propriedade privada. Nessas condições, o desfrute de seu valor compete ao acionista controlador, que detém a propriedade privada a ele relativa.

Nessa toada, o jurista apresenta críticas à abordagem adotada pela emenda proposta pelo Senador Otto Lehman para modificar o anteprojeto da LSA (i.e. incluindo a OPA por Alienação de Controle).

A adoção de tal mecanismo inviabilizaria a negociação do controle das companhias, uma vez que o adquirente não teria a oportunidade de adquirir apenas o montante necessário para exercer o controle, ficando obrigado a adquirir, possivelmente, a totalidade do capital da companhia. Nessa esteira, destaca-se¹⁰⁸:

Deixa, pois, entrever o documento oficial, a intenção de se introduzir na futura legislação, o *sistema da oferta pública de compra de ações*, ou seja o sistema norte-americano conhecido por *take over bid*.

Não se trataria mais de cessão de ações de ‘controle’, ou simplesmente de sua venda, mas a de todas as ações representativas do capital social, sejam as do grupo de controle, sejam dos demais acionistas, tidos como minoritários. No sistema o pretendente comprador não efetua negócios privados e reservados apenas com o grupo de ‘controle’, mas faz uma ‘oferta pública de compra de ações’ dirigido a todos os acionistas, prontificando-se a adquirir, de quem quiser vendê-las, por preço e condições uniformes dependendo de condição suspensiva, i.e., de se adquirir o ‘controle’. Exclui-se, assim, a negociabilidade do controle em si, diluindo-se o seu valor específico pelo ágio oferecido a todas as ações.

¹⁰⁷ REQUIÃO, Rubens, *Curso de Direito Comercial*, Vol. 2, 28 ed. rev. e atual. Por Rubens Requião, São Paulo: Editora Saraiva, 2011. p. 347.

¹⁰⁸ REQUIÃO, Rubens. Op. Cit. p. 32.

Contudo, em vez de concordar com a abordagem inicial, Requião propõe mecânica diversa à proposta pelos elaboradores do anteprojeto. A alternativa seria permitir a livre negociação do bloco de controle pelo acionista controlador, porém, com a incidência de alíquota pesada na tributação do imposto de renda do vendedor, incidente sobre o ágio auferido com a venda.

Com isto, acabar-se-ia com as discussões doutrinárias acerca de quem seria legitimado a perceber o prêmio de controle. Assim, o Poder Público se beneficiaria dos exorbitantes valores pagos a título de ágio e se evitaria o caloroso debate de socializar o prêmio de controle com todos os acionistas. Destaca-se¹⁰⁹:

Melhor seria, talvez, continuar no sistema sigiloso da aquisição do controle, sob a fiscalização do Governo, com uma forte carga tributária sobre o ágio obtido pelos vendedores das ações de controle. Não se falaria, então, em termos doutrinários de coletivização do ágio decorrente da operação, mas de socialização do resultado através de imposto de renda expropriatório.

4.2.4. Direito de Retirada dos Minoritários em Razão de Alienação de Controle

Diversamente se manifestou o jurista Fábio Konder Comparato. O jurista reconhece a flagrante distinção entre a posição econômica exercida pelo acionista controlador e os acionistas minoritários.

A posição de acionista controlador traz diversos benefícios em potencial, como no caso de uma sobrevalorização do bloco de controle. Todavia, o acionista controlador também possui diversas obrigações inerentes ao controle, como hipóteses de responsabilização do acionista, na qualidade de acionista controlador. Veja-se, *in litteris*¹¹⁰:

Ora, o poder de controle, além de implicar deveres e responsabilidades próprios, que o Anteprojeto definiu com admirável clareza, não pode deixar de atribuir, outrossim, as vantagens econômicas óbvias da dominação empresarial. Em outras palavras, o controle tem um valor específico, que corresponde, precisamente, ao

¹⁰⁹ Ibid. p. 32.

¹¹⁰ COMPARATO, Fábio Konder. Anteprojeto de lei de sociedades por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 17. 1975. p. 124.

ágio expresso no preço de alienação da posição acionária. Por que devem os não-controladores partilhar esse ágio, se eles não assumem, igualmente, os deveres e responsabilidades inerentes ao exercício do controle e, sobretudo, as obrigações de garantia impostas ao controlador-cedente perante o cessionário? Poderão os não-controladores, por acaso, responder solidariamente com o controlador pela exatidão dos números constantes do balanço, com base na qual se efetiva a transferência de poder?

Nada obstante, tece considerações acerca da corrente doutrinária que defende a socialização do prêmio de controle. De acordo com Comparato, não há qualquer sentido em socializar os ativos da companhia. Isto é, partindo da premissa de que o controle é um ativo intangível social – corrente não defendida pelo autor – ele deveria ser da própria companhia, conforme disposto abaixo¹¹¹:

Ademais, se os intangíveis de uma companhia (inclusive o aviamento empresarial?) devem ter o seu valor rateado entre todos os acionistas, por que não os demais bens do ativo? Só os intangíveis pertencem a todos? Na verdade, os bens de uma companhia pertencem a ela e mais ninguém. Mas o que constitui o objeto do negócio não é a *propriedade* ou a titularidade dos bens sociais e sim o poder de disposição sobre eles. Controle não é propriedade. E aí voltamos ao fato insuprimível: o poder costuma pertencer a alguns apenas e não a todos os membros de uma sociedade.

Adicionalmente, faz uma distinção entre os acionistas minoritários, dividindo-os em dois tipos. De um lado, há acionistas que compram ações das companhias com a única finalidade de especular com o ativo, locupletando-se através do *spread* entre o valor de compra das ações e o valor da venda – são acionistas que não permanecem na companhia por muito tempo.

De outro lado, temos aqueles acionistas minoritários que, embora não preocupados com direitos políticos, têm o ânimo de permanecer na companhia, auferindo o seu lucro através da rentabilidade conferida pelo pagamento de dividendos.

Segundo Comparato, apenas o segundo tipo merece proteção, em linha com a seguinte passagem¹¹²:

¹¹¹ Ibid. pp. 124 e 125.

¹¹² Ibid. p. 125.

Os acionistas não-controladores, como sabido, são grosso modo de dois tipos: especuladores ou rendeiros. Não se percebe com clareza por que o acionista que especula em Bolsa, sem nenhuma intenção de ligar à empresa, e que freqüentemente nem mesmo conhece a sua carteira de valores administrados por outrem, deva ser protegido nas cessões de controle.

De proteção, a meu ver, só se pode falar em se tratando do acionista ligado à empresa, do verdadeiro investidor. Ora, este adquiriu ações, não o controle. Ele deve, portanto, ser protegido enquanto capitalista, não como co-empresário¹¹³ que decididamente não é.

Por mais que entenda pela impossibilidade de rateio do prêmio de controle com os acionistas minoritários, uma vez que é condição inerente à condição de acionista controlador, Comparato sugere novo mecanismo de amparo aos acionistas minoritários.

Haja vista o impacto que a alienação do bloco de controle pode gerar no curso dos negócios da companhia, entende que esta operação gerará um direito de retirada da companhia, uma vez que o acionista teve seu investimento lesado.

Contudo, tal direito não seria conferido a todos os acionistas, sendo restrito aos acionistas que tenham o interesse de permanecer na companhia. Dessa forma, ficariam desamparados os acionistas que Comparato intitula de “acionistas especuladores”. É o que se extrai do seguinte trecho¹¹⁴:

Posta a questão nesses termos, que me parecem os únicos admissíveis, não se pode negar que uma cessão de controle, quaisquer que sejam as circunstâncias em que se realize – onerosa ou gratuita, com ou sem ágio – é um fato sempre suscetível de alterar os riscos do investimento acionário.

[...]

Por essas razões, não vejo outra solução mais indicada para garantia dos acionistas não-controladores de sociedade aberta, cujo controle é cedido, senão o reconhecimento do seu direito de retirada, com o reembolso das ações pelo valor contábil, apurado segundo os algarismos do último balanço social aprovado. Mas para que pudesse se legitimar ao exercício desse direito, o acionista deveria ainda provar que possui suas ações há algum tempo, digamos dois anos.

¹¹³ Haja vista a ausência do conceito de “acionista controlador” sob a égide do Decreto nº 2.627, de 1940, a doutrina conceituava como “acionista empresário” aquele que detinha a ingerência sobre os negócios sociais. Para maior detalhamento, ver REQUIÃO, Rubens. O controle e a proteção dos acionistas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 15/16. 1974. p. 28.

¹¹⁴ COMPARATO, Fábio Konder. Op. Cit. p. 125.

Apesar das diversas teorias doutrinárias acerca do tema, conforme destacado no capítulo 2, deste trabalho, a emenda apresentada pelo Senador Otto Lehman foi aprovada, com a consequente inserção do art. 254 na LSA.

Dessa forma, a teoria que ganhou peso normativo foi a de socialização do prêmio de controle com os acionistas minoritários da companhia. Tal socialização se operava através do dever de eventual adquirente lançar uma OPA por Alienação de Controle, oferecendo aos minoritários, à época, iguais condições às apresentadas ao acionista controlador.

5. Conclusão

Frente aos temas tratados no decorrer deste trabalho, alguns apontamentos se fazem necessários, conforme se passa a expor.

De lege ferenda, a mecânica do *Tag Along Right*, espelhada na *equal opportunity rule*, de Andrews, não parece ser compatível com o ordenamento jurídico brasileiro, por alguns motivos.

Em primeiro lugar, o art. 254 e, posteriormente, o art. 254-A, ambos da LSA, nasceram sem o fundamento adequado. O motivo que ocasionou a criação destes diplomas foi a incorporação das instituições financeiras, com vistas a incorporar as cartas patentes de outras instituições financeiras, possibilitando o crescimento e concentração do sistema financeiro nacional.

Neste caso, de fato, havia uma grande questão. Aos acionistas controladores eram pagos vultuosos prêmios para a consecução da operação. Contudo, não se pagava o valor do prêmio pelo controle *per se*. O valor era pago, indiretamente, pelas cartas patentes. Portanto, neste cenário, tem-se um acionista controlador se locupletando injustificadamente por um ativo que não era só seu, mas sim da companhia, e, portanto, também dos outros acionistas. Posteriormente, os acionistas minoritários eram lesados na incorporação, uma vez que as cartas patentes não eram contabilizadas na relação de substituição.

O legislador brasileiro, na tentativa de remediar este mal que estava sendo feito aos acionistas minoritários das instituições financeiras, em vez de “dar remédio aos enfermos, deu veneno aos sadios”. Ora, no cenário estabelecido pelo *Tag Along Right*, o acionista controlador se vê obrigado a partilhar o prêmio que recebe em função da alienação do bloco de controle, que é, frise-se, de sua inteira propriedade.

Assim, o legislador brasileiro impactou, em muito, na liquidez do mercado de capitais, uma vez que, praticamente, tornou inviável a alienação do controle das companhias. Isso pode, inclusive, ser ruim para os acionistas minoritários, pois o preço do prêmio será consideravelmente menor, por levar

em consideração o seu rateio com todos os minoritários, podendo até inviabilizar a conclusão da operação.

Adicionalmente, a problemática relacionada às incorporações de instituições financeiras já havia sido remediada no anteprojeto da LSA, enviado por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, (i) ao requerer a prévia autorização por parte do Poder Público no caso de alienação de controle de sociedade dependente de autorização para funcionar; e (ii) ao conceder direito de recesso aos acionistas dissidentes, em caso de reorganização societária.

Em segundo lugar, não parece convincente o argumento do Poder Legislativo, quando da elaboração da Emenda Lehmann, de que a finalidade da norma era a proteção do acionista minoritário, no caso de alienação de controle. De acordo com o próprio autor da emenda, Senador Otto Lehmann, “[n]ada justifica que, na transferência do controle acionário dessa sociedade – que supriu a necessidade de capital junto ao público investidor – somente os acionistas majoritários ou controladores sejam beneficiados”¹¹⁵.

É curioso, contudo, que o Poder Público, quando se viu na figura de acionista controlador, quando das privatizações da década de 1990, revogou o art. 254 da LSA, de forma que os acionistas minoritários das sociedades de economia mista e suas subsidiárias nada receberam destas operações de alienação.

Entretanto, após concluir as privatizações e perceber todo o prêmio advindo das alienações de controle, o Poder Público passou a defender novamente o interesse dos acionistas minoritários em caso de alienação de controle, com a reinserção do *Tag Along Right*, reintroduzido pela Lei nº 10.303, de 2001. Tal fundamento não parece convincente, levando em consideração a cristalina contradição do próprio Poder Público, na década de 1990.

Em terceiro lugar, que não parece que a *equal opportunity rule* de Andrews esteja em conformidade com os alicerces do direito societário

¹¹⁵ CARVALHOSA, Modesto. Op. Cit. p. 124.

brasileiro. Os fundamentos da *market rule*, proposta originalmente no anteprojeto da LSA, *mutatis mutandis*, por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira parecem uma alternativa mais harmônica com o ordenamento jurídico pátrio.

A *equal opportunity rule* viola claramente o direito essencial dos acionistas de transferir livremente suas ações. Este é, possivelmente, o pilar das relações de mercado do mundo contemporâneo.

Tal direito é corolário do direito de propriedade privada dos indivíduos. Por óbvio, assim como todos os outros, o direito de transferir livremente as ações não é absoluto. Contudo, exigir esta restrição do acionista controlador, quando de uma alienação privada e legítima do seu bloco de controle, é demasiadamente abusivo.

Ora, o ágio é pago em função do poder de controle, a ingerência sobre os rumos da companhia – que decorre do bloco de controle. Portanto, este valor advém da esfera patrimonial única e exclusiva do acionista controlador, sendo mais do que legítima, de maneira que a sua alienação em nada afeta a companhia e os demais acionistas.

Quando se impõe a necessidade de dividir o ágio, quem é afetado é o acionista controlador, que verá o preço de seu bloco de controle reduzir substancialmente. Ou pior, poderá ver a venda de seu bloco de controle ser inviabilizada, em face da dificuldade de encontrar um terceiro disposto a correr o risco de adquirir, possivelmente, a totalidade do capital votante da companhia.

Ainda que o controle seja alienado a um terceiro mal-intencionado, almejando locupletar-se às custas da companhia, não há motivo para dividir o prêmio com os acionistas minoritários, com vistas a antecipar uma possível lesão ao patrimônio social.

Caso isto ocorra, os acionistas já possuem a ferramenta correta para tal situação, a responsabilização e reparação do acionista controlador, por abuso de poder de controle, em conformidade com o disposto no art. 117, da LSA.

Assim, ao socializar o prêmio de controle com os acionistas minoritários, em clara violação ao direito de livre transferência, o legislador brasileiro não está protegendo o acionista minoritário.

Pelo contrário, está privilegiando-o, pelo fato de conferir ao acionista minoritário o direito de receber um montante por suas ações que, sozinho, nunca conseguiria vender pelas mesmas condições. Pois o valor do ágio não contempla o valor econômico das ações da companhia – comum a todas as ações de mesma classe e espécie –, mas sim o poder de controle que as ações integrantes do bloco de controle, como universalidade de fato, possuem.

Isto representa uma clara injustiça com o acionista controlador, uma vez que está obrigado a dividir os bônus oriundos da sua condição, mas está fadado a carregar sozinho os ônus (i.e. eventuais responsabilizações civis e administrativas, na qualidade de acionista controlador da companhia).

De lege lata, é possível notar que o legislador, tanto na inclusão do art. 254 da LSA, com a Emenda do Senador Otto Lehmann, quanto na inclusão do art. 254-A da LSA, com a Lei nº 10.303, de 2001, criou normas demasiadamente abrangentes.

Conforme visto no capítulo 1 deste trabalho, há diversas acepções da palavra controle esparsas na LSA. Os alteradores do anteprojeto e, posteriormente, da própria LSA, não fizeram a distinção sobre qual significado de controle se trata. Assim, abre-se margem para diversas discussões acerca da referência à alienação de um controle, conforme delineado no art. 116 da LSA, ou tão somente de um bloco de controle.

A subjetividade trazida pelo art. 254-A, §1º da LSA acerca das hipóteses de incidência gera infundáveis discussões doutrinárias e jurisprudenciais. Conforme exemplos mencionados no capítulo 3 do presente trabalho, os debates acerca da hipótese de incidência do *Tag Along Right* não são pacíficos.

Os acalorados debates doutrinários e a vacilante jurisprudência da CVM trazem enorme insegurança jurídica para o mercado. Isto acaba por prejudicar a economia nacional e a liquidez do mercado.

Este exemplo ensina, como muitos outros exemplos, que a LSA foi elaborada pelos juristas Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira como um sistema fechado e atemporal, de forma que, mesmo sendo uma lei de mais de 40 anos, continua regulando as relações atuais com primazia, apesar de todas as sofisticções das relações comerciais da atualidade.

Portanto, há de se ter parcimônia na alteração/inclusão de qualquer de disposição na LSA, sob pena de alterar/incluir norma em desarmonia com o atual sistema, gerando insegurança jurídica e prejudicando as relações de mercado.

Bibliografia:

ANDREWS, William D., *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*. Estados Unidos. 1965: Harvard Law Review. Edição 505.

ASQUINI, Alberto. *Profili dell'impresa*, in Rivista del Diritto Commerciale. 1943. v. 41, I.

BAYNE, David Cowan. *Sale of Control Premium: the disposition*. Disponível em <https://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=2761&context=californialawreview>, acesso em 29.10.2019.

BERLE, Adolf Augustus e MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*, Nova Iorque: The Macmillan Company, 1950.

BERLE, Adolf. A. Price of Power Sale of Corporate Control. Cornell Law Review. Vol. 50. 1965. Disponível em <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=2454&context=clr>, acessado em 28.10.2019.

BORBA, José Edwaldo Tavares, *Direito Societário*, 14 ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BRAUN, Lucas. Da inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações às reestruturações societárias. *Revista de Direito Privado*. Vol. 50. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2012.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das ações, cancelamento de registro e “tag along”. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedade anônimas*. Vol. 4. Tomo II. São Paulo: Editora Saraiva, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

COFFEE JR., John C. *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*. Columbia University School of Law, janeiro de 2001. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=3334&context=penn_law_review, acessado em 02.09.2019.

COMPARATO, Fábio Konder, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, Rio de Janeiro: Ed. Forense, 4ª ed., 2005.

COMPARATO, Fábio Konder, *Perfis da Empresa*, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, 1996, v. 104.

COMPARATO, Fábio Konder. Anteprojeto de lei de sociedades por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 17. 1975.

COSTA, Roberto Teixeira da. *Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2006.

DAMODARAM, Aswath. *The Value of Control: implications for control premia, minority discounts and voting shares differentials*. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/a41c/2445818050fa5f448120fa54db6786c78a67.pdf>. Acessado em 02.09.2019.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge, Estados Unidos da América: Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriana B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 189 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume IV – 2ª Edição revista e ampliada – Artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin. 2010.

FAUSTO, Boris *História concisa do Brasil*. 2 ed., 5. reimpr. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2012.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima. Reorganização societária. Alienação de ações. Alienação de controle direta e indireta: inocorrência. Inaplicabilidade do art. 254-A da lei das sociedades anônimas.

Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 45, 2009.

JAVARAS, George B., *Equal Opportunity in the Sale of Shares: A Reply to Professor Andrews*. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3436&context=uclev>. Acesso em 29.10.2019.

KAPAZ, Emerson. Lei das S.A.: uma contribuição decisiva. In: LOBO, Jorge (Coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* (pressupostos, elaboração, aplicação). Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* (pressupostos, elaboração, aplicação). Rio de Janeiro: Renovar, 1996, Vol. 1.

LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* (pressupostos, elaboração, aplicação). Rio de Janeiro: Renovar, 1996, Vol. 2.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2ª edição. Rio de Janeiro. Editora Forense. 2017.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300)*. Vol. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

MANNE, Henry G., Mergers and market for corporate control. *Journal of Political Economy*. v. 73, nº 2. 1965., Disponível em: <https://are.berkeley.edu/~cmantinori/prclass/Manne.pdf>, acesso em 30.10.2019.

MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do Poder de Controle Compartilhado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 89. 1993.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de Controle de Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva. 2013.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; FILHO, Caio Machado. Homenagem a Nelson Candido Motta – Revisitando a Alienação do Controle Compartilhado. In: CRISTOFARO, Pedro Paulo; FILHO, Caio Machado (Coord.). *Direito Empresarial: Estudos Contemporâneos*. Rio de Janeiro: Quartier Latin. 2017.

PAS CVM nº RJ2005/4069, julgado em 11.04.2006. Voto do Diretor Relator Pedro Marcílio, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf>, acessado em 20.10.2019.

PAS CVM nº RJ2008/4156, julgado em 17.06.2008. Voto divergente do Diretor Marcos Pinto, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6054-1.pdf>, acessado em 20.10.2019.

PAS CVM nº RJ2008/4156, julgado em 17.06.2008. Voto do Diretor Relator Sergio Weguelin, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6054-0.pdf>, acessado em 20.10.2019.

PAS CVM nº RJ2009/1956, julgado em 15.07.2009. Voto do Diretor Eli Loria, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-4.pdf>, acessado em 19.10.2019.

PAS CVM nº RJ2009/1956, julgado em 15.07.2009. Voto do Diretor Relator Eliseu Martins, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0005/6360-1.pdf>, acessado em 19.10.2019.

PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PENNA, Paulo Eduardo. Controle Minoritário no Direito Brasileiro. In. CRISTOFARO, Pedro Paulo; FILHO, Caio Machado. *Direito Empresarial: Estudos Contemporâneos*. Rio de Janeiro: Quartier Latin. 2017.

PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva. 1995.

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

Processo Administrativo CVM nº RJ2012/14383, Manifestação da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários, proferida em 07.03.2013, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0010/8616-0.pdf>, acesso em 26.10.2019.

REQUIÃO, Rubens, *Curso de Direito Comercial*, Vol. 2, 28 ed. rev. e atual. Por Rubens Requião, São Paulo: Editora Saraiva, 2011.

REQUIÃO, Rubens, O controle e a proteção dos acionistas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 15/16. 1974.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FMF Editora, 2004.

SOUSA, Marcos Andrey de. O Direito de Saída Conjunta (*Tag Along*) e os Preferencialistas. In: *Sociedade anônima – 30 anos de Lei 6.404/76*, CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). São Paulo: Quartier Latin, 2007.

WALD, Arnaldo. Da caracterização da alienação de controle. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 38, 2007.

WALD, Arnaldo. Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros Editores, n. 45, 1982.

WALD, Arnaldo. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 15, 2002.

WOLFENZON, Daniel. A Theory of Pyramidal Ownership. Disponível em <https://pdfs.semanticscholar.org/f60d/6eff454e77461370946d733c8479c6f49b85.pdf> Acessado em 19.10.2019.