



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

CONSIDERAÇÕES SOBRE A INCIDÊNCIA DE OPA E A ALIENAÇÃO DE AÇÕES POR UM DOS ACIONISTAS DO GRUPO DE CONTROLE

Por

RAPHAEL RAMOS DE MACEDO

ORIENTADOR: PABLO WALDEMAR RENTERIA

2025.1

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22451-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

CONSIDERAÇÕES SOBRE A INCIDÊNCIA DE OPA E A ALIENAÇÃO DE AÇÕES POR UM DOS ACIONISTAS DO GRUPO DE CONTROLE

por

RAPHAEL RAMOS DE MACEDO

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

Orientador: Pablo Waldemar Renteria

2025.1

Agradecimentos

Nada disso seria possível sem o apoio que recebi ao longo deste ano desafiador. Desde as primeiras leituras até a conclusão deste trabalho, foram muitos os momentos de dúvida e incerteza sobre a possibilidade de chegar a um bom resultado. A gratidão que carrego por quem esteve ao meu lado é imensa. Ninguém conquista nada sozinho.

Ao meu pai, Fernando, que me ensinou o valor do trabalho, do esforço diário, da disciplina e da paciência — porque um dia se chega lá. Também me ensinou que a vida se ganha nas conquistas de cada dia e que o trabalho duro, de fato, compensa. Obrigado por ser minha fonte diária de inspiração.

À minha mãe, Joana, por seu amor incondicional, por me cercar de carinho e cuidado e por nossas conversas que sempre me acalmavam nos momentos difíceis. Obrigado por me lembrar, sempre, da importância de pensar alto e de estar entre os bons. Espero um dia retribuir tudo em dobro.

À minha namorada, Julia, pelo amor recíproco, pelo apoio constante, pela paciência ao longo desses meses e pelos muitos fins de semana sacrificados. Obrigado por acreditar em mim, mesmo nos momentos mais incertos. Sua presença foi e continua sendo essencial para mim.

Aos amigos que a vida me deu, pelas risadas, pelas distrações e pela leveza. Vocês me ajudaram a manter o equilíbrio.

Ao meu amigo Patrick, que acreditou em mim desde a minha primeira entrevista de estágio no Chediak Advogados. Sou grato por ter me ensinado a trabalhar em escritório e pelas trocas valiosas que contribuíram diretamente para a construção desta monografia.

Aos professores que integraram minha banca, Caio Machado Filho e Paulo Eduardo Penna, agradeço pelas sugestões de ajustes para este trabalho, as quais

foram fundamentais para seu aprimoramento. As contribuições de ambos ajudaram a torná-lo mais robusto e completo, especialmente no desenvolvimento do raciocínio que sustenta a conclusão desta monografia.

Por fim, ao meu ex-chefe e orientador, Pablo, por quem tenho enorme admiração e que tomo como exemplo a seguir. Agradeço pelas conversas, pela leitura atenta, pelas sugestões valiosas e por me ajudar a construir um caminho coerente neste trabalho. Foi um percurso difícil, mas espero ter correspondido à confiança que me foi dada.

Resumo

MACEDO, Raphael Ramos de. *Considerações sobre a incidência de OPA e a alienação de ações por um dos acionistas do grupo de controle*. Rio de Janeiro, 2025, 126p. Monografia de final de curso. Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio.

A presente monografia tem como objeto trazer considerações acerca da incidência da oferta pública de aquisição de ações, conhecida como OPA, prevista no art. 254-A da Lei das S.A., e a hipótese de alienação de ações por um dos acionistas que integram o grupo de controle. Parte-se do exame do conceito de poder de controle na Lei das S.A., com especial atenção à sua qualificação jurídica. São analisadas a figura do acionista controlador no ordenamento jurídico, suas prerrogativas e responsabilidades próprias, bem como a identificação do controlador a partir dos critérios do art. 116 da Lei das S.A. Em seguida, discute-se a formação dos grupos de controle — hipótese na qual o controle é exercido por dois ou mais acionistas em conjunto — com especial atenção à interpretação do grupo na definição de acionista controlador, aos mecanismos de coordenação coletiva, à titularidade do poder e à forma como o poder conjunto se manifesta na companhia. A partir dessa base, o estudo se volta à definição de alienação de controle, à finalidade da regra do art. 254-A e à sua interpretação. O presente estudo encerra-se na verificação da aplicação ou não da referida norma à hipótese delimitada.

Palavras-chave: Poder de controle. Acionista controlador. Controle conjunto. Grupo de controle. Acordo de controle. Alienação de controle. OPA.

Sumário

Introdução	9
Capítulo 1. O poder de controle	13
1.1. O conceito de poder de controle	13
1.2. A figura do acionista controlador.....	20
1.3. O artigo 116 da Lei das S.A.....	22
1.3.1. Os requisitos para identificação do acionista controlador	24
1.3.2. A finalidade do dispositivo para fins de responsabilização do acionista controlador.....	31
Capítulo 2. Os grupos de controle	34
2.1. Os grupos de controle na Lei das S.A.	34
2.1.1. Uma análise da interpretação dos grupos de controle no art. 116 da Lei das S.A.	36
2.1.2. Os acordos de controle e o exercício do controle conjunto	43
2.2. A cotitularidade do poder entre os integrantes do grupo	53
2.3. A posição de acionista controlador dentro do grupo.....	59
Capítulo 3. A obrigatoriedade de OPA por alienação de controle.....	63
3.1. O artigo 254-A da Lei das S.A.	63
3.2. Histórico legislativo.....	66
3.3. Qual a finalidade do dispositivo?	74
3.4. A diferença de interpretação entre o art. 254-A e o art. 116 da Lei das S.A...	83
3.5. O negócio típico da alienação de controle.....	88
Capítulo 4. Considerações sobre a incidência de OPA e a alienação de ações por um dos acionistas do grupo de controle.....	93
4.1. Uma breve síntese dos elementos determinantes para a OPA	93
4.2. A transferência da titularidade do poder de controle	95
4.3. Surgimento de um novo acionista controlador	102

4.4. Acertos contratuais dentro do acordo de controle	104
4.5. Onerosidade	111
Conclusão	114
Referências Bibliográficas	118

Lista de Abreviações

§ – Parágrafo

Art. – Artigo

CMN – Conselho Monetário Nacional

CRFB/88 – Constituição da República Federativa do Brasil de 1988

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Ed. – Edição

Lei das S.A. – Lei nº 6.404, de 1976

Min. – Ministro

N. – Número

OPA – Oferta Pública de Ações

P. – Página

Rel. – Relator

REsp – Recurso Especial

Res. – Resolução

STJ – Superior Tribunal de Justiça

Vol. – Volume

por “poder” se deve entender uma
relação entre dois sujeitos, dos quais o
primeiro obtém do segundo um
comportamento que, em caso contrário,
não ocorreria.

Noberto Bobbio

Introdução

O poder de controle, por sua natureza fática, desafia constantemente os limites da definição jurídica, especialmente quanto à identificação das hipóteses em que se configura sua alienação para fins de obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”), conforme disciplinado pela Lei nº 6.404, de 1976 (Lei das S.A.) e por normas infralegais.

A crescente complexidade das estruturas societárias — como transferências internas de ações, reorganizações no grupo de controle e acordos cada vez mais sofisticados — desafia tanto a legislação quanto a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), que frequentemente adota uma análise casuística. Essa postura abre margem para controvérsias e insegurança jurídica, inclusive com decisões que contrastam com entendimentos anteriormente consolidados pela própria CVM¹.

Nesse cenário de incerteza, não apenas os interesses de acionistas — controladores e não controladores — ficam expostos a riscos e disputas, mas também os da própria companhia, de seus empregados, fornecedores, consumidores, investidores e, de modo mais amplo, do mercado de valores mobiliários².

Embora doutrina e jurisprudência majoritariamente caminhem em determinada direção, os fundamentos adotados nem sempre se mostram suficientemente sólidos, como será analisado ao longo deste trabalho. Isto posto,

¹ SCARAMUZZO, Mônica. Na Usiminas, uma disputa mezzo italiana e uma queda de braço de Steinbruch por R\$ 5 bilhões. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 jun. 2024. Atualizado em 18 jun. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/versus/post/2024/06/na-usiminas-uma-disputa-mezzo-italiana-e-uma-queda-de-braco-de-steinbruch-por-r-5-bilhoes.ghml>. Acesso em: 10 jun. 2025.

² Para Fábio Konder Comparato, é inadmissível qualquer incerteza sobre o conceito de cessão de controle e acrescenta que “[s]e o legislador deve intervir para disciplinar o negócio, importa que o faça em consideração de todos os interesses em causa, como assinalamos mais acima. Esses interesses não são apenas das partes do negócio, ou dos acionistas não controladores, mas também da coletividade regional ou nacional. Principiemos pelos últimos, sobre os quais costuma-se fazer total silêncio.” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 248).

persiste certa insegurança em torno de temas relacionados à cessão de controle, frequentemente deixados à mercê da análise da CVM em cada caso concreto³.

Dentre as diversas situações que envolvem a transferência de poder de controle nas companhias abertas, esta monografia propõe uma reflexão específica sobre a hipótese de alienação de ações por um dos acionistas que integram o grupo de controle para terceiro, seja este pertencente ou não ao referido grupo. Busca-se investigar se tal operação configura ou não alienação de controle e se enseja, portanto, a obrigatoriedade de OPA.

Para isso, inicia-se o presente estudo trazendo uma abordagem geral do conceito de poder de controle, destacando suas diversas modalidades bem como sua qualificação jurídica que melhor o representa. Em seguida, examina-se a figura do acionista controlador no ordenamento jurídico brasileiro, sua disciplina jurídica e os critérios do art. 116 da Lei das S.A., com o objetivo de identificar, à luz de sua finalidade, quem de fato prevalece nas deliberações e, por consequência, deve se sujeitar ao regime jurídico aplicável ao acionista controlador.

O Capítulo 2 trata dos grupos de controle, formados por dois ou mais acionistas que exercem conjuntamente o poder de controle, abordando seu surgimento como forma de exercício do controle conjunto, a aplicação do art. 116 da Lei das S.A., e os mecanismos internos utilizados — como direito de veto, quóruns qualificados ou unanimidade. Por fim, analisa-se a compatibilização da natureza indivisível do poder de controle com a pluralidade de sujeitos que compõem o grupo, bem como a posição de cada acionista: seriam todos considerados individualmente acionistas controladores?

³ A título de exemplo, em voto proferido no Processo CVM nº RJ2009/1956, no qual, dentre outras discussões, analisou-se a alienação de controle minoritário, a ex-presidente Maria Helena Santana, destacou a necessidade de maior previsibilidade e segurança na avaliação dos casos concretos, alertando para o risco da excessiva subjetividade das análises casuísticas. Afirmou que, em sua opinião, “o mais conveniente seria a adoção do percentual de 30% do capital votante, presumindo-o como representativo do controle minoritário de sociedades em que não haja outro acionista detentor de um bloco de ações maior que esse. Mas a discussão sobre qual seria a melhor baliza ainda deve ser muito aprofundada, bem como a avaliação sobre que mecanismos haveria, à disposição da CVM, para adotar essas definições.” (Processo CVM nº RJ2009/1956. Rel. Diretor Eliseu Martins. Julgado em 15.07.2009).

As principais provocações que orientam este estudo decorrem da necessidade de distinguir o conceito de acionista controlador da própria noção de poder de controle. Como será examinado, no contexto do controle conjunto, cada um dos integrantes cumpre os requisitos para ser considerado acionista controlador e, portanto, está sujeito às respectivas obrigações e responsabilidades. No entanto, o poder de controle, sendo único e indivisível, não pertence isoladamente a nenhum deles. Este é um dos principais desafios que se busca desmembrar ao longo do trabalho: quem é, afinal, o “verdadeiro titular do poder de controle”⁴. E, consequentemente, quem está em posição de aliená-lo⁵?

O Capítulo 3 volta-se à análise da regra da OPA por alienação de controle, seu histórico legislativo, sua finalidade original e as controvérsias interpretativas que a cercam. Aborda-se, ainda, a distinção entre os arts. 116 e 254-A, bem como a qualificação da alienação de controle como negócio jurídico típico.

Por fim, no Capítulo 4, são desenvolvidas as considerações finais da monografia acerca da seguinte questão: incide ou não a OPA na hipótese de transferência de ações por um dos integrantes do grupo controlador? A resposta é construída a partir de quatro principais discussões: (i) a transferência da titularidade do poder de controle; (ii) o surgimento de um novo acionista controlador; (iii) os ajustes contratuais previstos no acordo de controle; e (iv) a onerosidade da operação.

⁴ “A identificação do verdadeiro titular do poder de controle empresarial – tarefa das mais difíceis – é fundamental, portanto, para eficácia e a efetividade do direito societário, cuja tarefa é organizar de maneira eficiente (eficiência produtiva, alocativa, e distributiva) os interesses intra e extrasocietários” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002., IX – prólogo). Na doutrina norte-americana, Adolf Berle e Gardiner Means: “In many other cases the management of the corporation itself would be puzzled to answer the question ‘Who is in control?’ This is particularly true of corporations subject to ‘joint control’. In these cases not infrequently several men or groups of men maintain positions partly by reason of their ownership of a portion of corporation’s stock; partly by reason of their personal influence; partly because they are connected with institutions or interests whose favor might be to its advantage. Out of this mass of imponderables their position is secure for the time being. But an outsider cannot estimate, and the insider frequently does not know, which of the various elements, as any, is dominant.” (BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. With a new introduction by Murray L. Weidenbaum e Mark Jensen. 2. ed. Nova York: Routledge, 2017, p. 84).

⁵ “Não há, pois, qualquer possibilidade de confusão entre o negócio de cessão de controle e a cessão pura e simples de ações.” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 247).

Conclui-se esta introdução com uma reflexão: não se pretende aqui criticar a legislação, a doutrina ou a atuação institucional da CVM. O objetivo é contribuir para o debate, examinando os argumentos utilizados e a lógica que os sustenta. Propõe-se, com isso, sugerir um caminho racional mais estável e previsível — a fim de que, dentre as soluções possíveis, não se adote simplesmente a mais ou menos “simpática”⁶, mas sim aquela que melhor responda às circunstâncias do caso concreto. É a esse esforço que a presente monografia se propõe.

⁶ Esse termo foi utilizado em declaração de voto do ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade, no Caso Copesul: “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.” (Grifou-se) (Processo CVM nº RJ2007/7230. Rel. Diretor Eli Loria. Julgado em 11.07.2007).

Capítulo 1. O poder de controle

1.1. O conceito de poder de controle

De acordo com Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira, autores do anteprojeto da Lei das S.A.⁷, o poder de controle é um conceito abordado em diversos dispositivos dessa lei, e a análise desses dispositivos revela a ambiguidade da expressão, evidenciada, por exemplo, na diferença entre o controle entendido como noção de poder, previsto no art. 116, ao definir o acionista controlador, e o controle entendido como o conjunto de ações que possibilita o seu exercício, referido como bloco de controle, no art. 254-A, que regula a alienação de controle em companhias abertas⁸.

O poder de controle parte do pressuposto de que a companhia, enquanto grupo social de natureza societária, é formada por pessoas que se unem com um objetivo comum: desempenhar determinada atividade empresarial específica que possa vir a trazer lucros para os seus integrantes. E, para que toda organização dê certo, é preciso existir uma estrutura hierárquica. Nas companhias, essa hierarquia se manifesta por meio da assembleia geral, considerada o órgão supremo no qual cada acionista tem o direito de participar e votar nas suas deliberações, incluindo a eleição e destituição de seus administradores⁹.

Fazendo uma comparação prática, é semelhante a um regime democrático, no qual as decisões são tomadas pela maioria, com a diferença de que essa maioria é definida pelos votos, não pelas pessoas. Um vez convocada e instalada a

⁷ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 17 dez. 1976.

⁸ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 597 - 598.

⁹ “O poder de comando sobre as atividades desenvolvidas pela companhia, de eleger a maioria dos administradores e determinar a ação da sociedade, é usualmente exteriorizado na assembleia geral, órgão que manifesta a vontade social.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3. ed. rev. e ampl. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 274 - 275). Na sequência, Nelson Eizirik aponta um gradual “esvaziamento” da assembleia geral, sendo esse poder transferido cada vez mais para o conselho de administração, nas companhias abertas, assim como para a chamada “reunião prévia” dos acionistas integrantes de acordos de acionistas, que se caracteriza como “órgão” não institucionalizado (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3. ed. rev. e ampl. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 274 - 275).

assembleia para deliberar sobre determinado assunto, os acionistas, então, exercem o direito de voto atribuído pelas ações que possuem, e, por fim, a decisão é tomada pela maioria dos votos.

Em outras palavras, um único acionista, ou um grupo deles, pode concentrar mais votos que vários outros, dependendo do número de ações que possui, o que lhes confere o poder de controle sobre a companhia. Segundo o relato histórico de José Edwaldo Tavares Borba:

Desde a Grécia antiga, quando se instaurou o Estado democrático, a prática do voto passou a representar um instrumento efetivo de manifestação coletiva organizada. As sociedades comerciais, especialmente anônima, acolheram a prática do voto como um meio de consultar o quadro de sócios, definindo a vontade social. Entretanto, o que conta para esse efeito não é a pessoa do acionista, mas sim a quantidade de ações, correspondendo cada ação, em princípio, a um voto nas deliberações da assembleia geral¹⁰.

A doutrina nacional identifica três modalidades de controle acionário: (a) majoritário; (b) compartilhado; e (c) minoritário. O controle majoritário caracteriza-se quando um acionista detém a maioria das ações com direito de voto, enquanto o controle compartilhado é aquele exercido por várias pessoas em conjunto, normalmente formalizado por meio de um acordo de acionistas e, embora nenhum deles detenha, individualmente, a maioria das ações votantes, a união das suas ações assegura o controle acionário. Por fim, o controle minoritário caracteriza-se quando, dada a dispersão das ações da companhia no mercado, um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante, uma vez que nenhum outro acionista ou grupo está organizado ou detém maior volume de ações com direito de voto¹¹.

Na doutrina norte-americana, os clássicos estudos de Adolf Berle e Gardiner Means, publicados na década de 1940, já apontavam uma quarta modalidade de

¹⁰ Contudo, José Edwaldo Tavares Borba acrescenta que essa regra – cada ação um voto – não é totalmente verdadeira. Isso porque podem existir ações ordinárias sem direito de voto, ou o estatuto pode criar ações ordinárias com voto plural ou até mesmo estabelecer um limite de concentração de votos em um acionista. Contudo, importante aqui é entender que, ressalvadas as exceções legais ou estatutárias, cada ação corresponde a um voto (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 20. ed. São Paulo: Atlas, 2024, p. 261).

¹¹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3. ed. rev. e ampl. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 262 - 264.

controle: “controle administrativo” ou “controle gerencial”¹², em que o poder de controle estaria concentrado no conselho de administração — ou seja, o controle seria, na prática, exercido pelos próprios administradores, como afirmam os autores:

Since direction over the activities of a corporation is exercised through the board of directors, we may say for practical purposes that control lies in the hands of the individual, or group who have the actual power to select the board of directors, (or its majority), either by mobilizing the legal right to choose them “controlling” a majority of the votes directly or through some legal device-or by exerting pressure which influences their choice¹³.

Esse protagonismo dado aos administradores está relacionado ao fato de que, nos Estados Unidos assim como no Reino Unido, as companhias tendem a ter suas ações mais dispersas, ou seja, mais bem distribuídas entre vários acionistas, cada um com uma pequena porcentagem de participação¹⁴.

Nesse caso, a companhia tem o “capital disperso” ou “capital pulverizado”¹⁵. Nesse tipo de mercado, é mais improvável que um acionista possua significativamente mais ações que os demais e consequentemente consiga, de forma permanente, assegurar a maioria dos votos. Em razão disso, maiores serão as

¹² “Os clássicos estudos de Berle e Means demonstraram existir, a partir do fim do século XIX e no século XX, uma completa modificação na estrutura do poder das sociedades anônimas americanas negociadas em Bolsa. Os administradores passam a comandar as companhias de mercado (*management control*) e a se perpetuar nas suas administrações, alijando os acionistas – fase à grande dispersão do capital – do centro de decisões. Daí a clássica teoria da cisão entre a propriedade da companhia e a sua gestão, sempre com base empírica no ocorrido nas companhias com ações negociadas no mercado a partir do fim do século retrasado, como referido.” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: arts. 75 a 137*. 6. ed. rev. e atual. vol. II. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 513).

¹³ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. With a new introduction by Murray L. Weidenbaum e Mark Jensen. 2. ed. Nova York: Routledge, 2017, p. 66.

¹⁴ “Trata-se de modelo dominante nos Estados Unidos e no Reino Unido, países onde se verifica, nas grandes companhias, uma separação entre propriedade e controle. Em tais empresas, dada a grande dispersão das ações no mercado, o ‘controle’ (não acionário, ou ‘gerencial’) é exercido de fato pelos administradores (managers) que não detêm lotes significativos de ações. Já nos demais países europeus, na maioria das companhias ainda ocorre o controle acionário.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3. ed. rev. e ampl. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 265 - 266).

¹⁵ Segundo Erik Frederico Oioli, a definição de “capital disperso” ou “capital pulverizado” referindo-se às companhias cujas ações estão distribuídas entre vários acionistas carece de maior precisão jurídica. Para o autor, quanto maior a dispersão do capital, maior a separação entre a propriedade e o controle. É a partir da configuração do poder de controle que se pretende definir o que seja uma companhia de capital disperso, ou seja, serão sempre consideradas companhias de capital disperso aquelas cujo controle interno seja diluído ou gerencial (OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na Lei das S.A.*. São Paulo: Almedina, 2014, p. 79 – 81).

probabilidades de verificação da existência do controle minoritário e do controle gerencial^{16/17}.

José Edwaldo Tavares Borba define controle como um fenômeno de poder, ou seja, quem controla a companhia é quem detém o poder de comandá-la, escolhendo os seus administradores e definindo as linhas básicas de sua atuação. Esse poder vem do direito de voto e se manifesta, basicamente, nas assembleias gerais, onde se exerce de forma ostensiva. E, mesmo fora das assembleias, o poder de controle continua a ser exercido, de forma indireta, em face da dependência em que se colocam os administradores diante do seu titular¹⁸.

Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira descrevem controle como a capacidade de causar, determinar ou alterar a ação dos órgãos da companhia. Trata-se de um poder político na sociedade, no sentido de poder supremo da sua estrutura interna, que compreende a capacidade de alocar e distribuir poder nessa estrutura. Dessa forma, como o poder compete à assembleia, o controle é exercido por aqueles que formam a maioria¹⁹.

Fábio Konder Comparato, por outro lado, diferencia o controle entre interno e externo. Isso porque, a princípio, o controle interno, cujo titular atua no interior da própria sociedade, estaria vinculado, unicamente, na propriedade acionária, ou seja, dependeria, em última instância, no número de ações ou votos de que se é titular, proporcionalmente à totalidade das ações ou votos disponíveis. O controle

¹⁶ “Quanto maior a dispersão do capital, maior a separação entre propriedade acionária e poder de controle e, conseqüentemente, diferente será a forma de sua configuração. Quando tal separação se acentua, maiores serão as probabilidades de verificação da existência do controle minoritário e do controle gerencial.” (OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na Lei das S.A.*. São Paulo: Almedina, 2014, p. 57).

¹⁷ Adolf Berle e Gardiner Means também mencionam outras duas modalidades: o controle sobre a propriedade quase total, na qual há um único titular do capital social, e o controle obtido por meio de artifícios legais, como: (i) o controle piramidal, baseado no controle da maioria das ações de uma companhia que, por sua vez, controla outras, sucessivamente; (ii) a emissão de ações com voto limitado; e (iii) o *voting trust*, em que os acionistas transferem o direito de voto de suas ações a um terceiro por meio de procuração. Sobre esse último, “Control based on a legal device, whether by pyramiding, by a special class of voting stock or by a voting trust is almost as secure as control through sole or majority ownership even though it involves little ownership interest.” (BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. With a new introduction by Murray L. Weidenbaum e Mark Jensen. 2. ed. Nova York: Routledge, 2017, p. 74).

¹⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 20. ed. São Paulo: Atlas, 2024, p. 269.

¹⁹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 3. ed. vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 66.

externo, por sua vez, estaria relacionado à definição do poder de controle dada pela doutrina alemã, no qual a existência de uma situação de controle é reconhecida não só na hipótese de participação majoritária no capital votante, mas também quando uma companhia exerce sobre a outra, direta ou indiretamente uma “influência dominante” (*beherrschender Einfluss*)²⁰.

O emprego dessa expressão demonstra que, ao contrário do controle interno, trata-se de uma situação qualitativamente distinta, já que a diferença entre “poder” e “influência dominante” está na ausência de definição legal desta última, funcionando apenas como uma simples diretriz ou indicação para o intérprete na análise dos elementos de fato²¹.

O controle externo estudado por Fábio Konder Comparato²², que também dialoga com a definição de poder elaborada pela doutrina alemã, remete à teoria da separação entre o exercício do controle e a titularidade das ações, desenvolvida por Adolf Berle e Gardiner Means²³, na qual se distingue propriedade de controle.

A título de exemplo, Adolf Berle e Gardiner Means apresentam em sua teoria a hipótese de uma companhia altamente endividada. Nessa situação, embora o banco credor não detenha ações da sociedade, seu poder de influência sobre a administração pode ser tão significativo — em razão da constante ameaça de

²⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 69.

²¹ “A noção de ‘influência dominante’ é amplíssima e parece corresponder à própria noção de poder de controle, em sua mais vasta generalidade, abarcando, portanto, não só o controle interno (em todas as suas modalidades), como o externo. Todavia, a expressão, mais alusiva do que descritiva, carece de precisão, constituindo simples diretriz ou indicação para o intérprete na análise dos elementos de fato.” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 69).

²² “De fato, se o poder de controle costuma fundar-se na propriedade acionária, ele não se confunde com esta, tal como a propriedade tampouco se confunde com o seu título. Por outro lado, já se conhecem manifestações de poder empresarial não fundadas na propriedade das ações, como o controle externo, ou o controle administrativo ou gerencial.” (COMPARATO, Fábio Konder. *Alienação de controle de companhia aberta*. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 76).

²³ “This separation of function forces us to recognize ‘control’ as something apart from ownership on the one hand and from management on the other.” (BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. With a new introduction by Murray L. Weidenbaum e Mark Jensen. 2. ed. Nova York: Routledge, 2017, p. 66).

inadimplemento e eventual falência — que, na prática, ele acaba exercendo o controle da companhia^{24/25}.

A principal crítica à concepção de controle externo decorre da ausência dos atributos essenciais ao poder de controle, notadamente a soberania e o direito de dispor. Isso porque, sequer em tese, há titularidade do poder ou supressão do controle interno, que subsiste — possuindo o controlador externo apenas um direito de crédito contra a sociedade, eventualmente um direito de garantia, possivelmente até uma expectativa de assunção do controle interno, mas, basicamente, sem deter o controle²⁶.

Essa crítica relaciona-se com a qualificação jurídica do controle, elaborada por Fábio Konder Comparato, que entende que o poder de controle não pode ser considerado posse, dada a impossibilidade de o controlador se apropriar dos bens sociais da companhia. Além disso, o controle vai além da simples detenção, pois o que diferencia o detentor do controlador é o direito de dispor da coisa. O controlador, assim, atua de forma semelhante a um empresário individual, tomando

²⁴ “Occasionally a measure of control is exercised not through the selection of directors, but through dictation to the management, as where a bank determines the policy of a corporation seriously indebted to it. In most cases, however, if one can determine who does actually have the power to select the directors, one has located the group of individuals who for practical purposes may be regarded as ‘the control’.” (BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. With a new introduction by Murray L. Weidenbaum e Mark Jensen. 2. ed. Nova York: Routledge, 2017, p. 66-67).

²⁵ Para melhor definição do controle externo pela doutrina nacional: “O fenômeno do controle externo caracteriza-se em situações nas quais, conforme aponta Cunha Pereira, ‘a última palavra na orientação da empresa não procede de um acionista nem dos administradores da sociedade’, mas de centros decisórios estranhos à sua estrutura orgânica, que podem situar-se, por exemplo, na esfera de grandes credores da empresa, fornecedores, compradores em situações de oligopsônio ou monopólio, dentre tantas outras hipóteses.” (MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle não societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 123).

²⁶ A crítica ao controle externo, nas próprias palavras de Carlos Orcesi da Costa: “a noção de exercício de soberania ou de direito de dispor de bens de terceiros, não se pode aplicar ao controle externo, seja porque sequer em tese existe a titularidade, o direito subjetivo, direto e vinculado do controlador externo sobre os bens sociais; seja porque, o controle externo, mesmo em seu exercício mais opressivo, não implica em supressão do controle interno que subsiste.”. E complementa ao dizer que “[...] o controlador externo somente possui um direito de crédito contra a sociedade, eventualmente um direito de garantia, possivelmente até uma expectativa de assunção do controle interno, mas basicamente não tem um direito de dispor de bens de terceiros como proprietários.” (COSTA, Carlos Orcesi da. *Controle externo nas companhias*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico*, São Paulo, n. 44, 1981, p. 70-71).

decisões relacionadas à gestão dos bens que controla, mesmo que a propriedade seja coletiva. Em outras palavras, ele é o senhor de seu negócio (*dominus*)²⁷.

Sendo assim, com a concentração de capitais e o surgimento da sociedade, o controlador preserva sua prerrogativa principal: a capacidade de dispor desses bens, o que aproxima do papel de proprietário, com autoridade plena sobre o destino dos seus ativos (*jus abutendi*)²⁸. Nas palavras do autor:

Ora, dentre essas prerrogativas, a essencial consiste no poder de dispor desses bens, no de vendê-los, de hipotecá-los ou empenhá-los, de trocá-los, ou de consumi-los.

Tal poder, bem conhecido dos juristas, é o clássico *jus abutendi*, elemento essencial da propriedade. O controle é, pois, o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. Controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica²⁹.

Como analisado, o poder de controle possui diferentes definições, mas o importante é entender que se trata de um poder de fato e não um poder jurídico. Isso porque cada ação confere apenas o direito de voto, e o poder surge somente enquanto essas ações estão concentradas na titularidade de um acionista ou grupo de acionistas, em quantidade suficiente para garantir a maioria de votos na assembleia geral³⁰.

Nesse mesmo sentido, Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira explicam que não se trata de um bem do patrimônio que pode ser avaliado economicamente ou transferido isoladamente. Isso se explica pelas seguintes razões:

²⁷ Ainda, complementa: “Ora, o controlador tem um poder que, manifestamente, não pertence ao detentor: a disposição da coisa. O comportamento dos que detêm o controle social se aproxima, sensivelmente, do de um empresário individual. Este é o *dominus*, aqueles, os patrões.” (Grifou-se) (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 103 – 104.).

²⁸ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 104.

²⁹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 104.

³⁰ “O controle na sociedade anônima constitui um poder de fato, não um poder jurídico, visto que não há norma que o assegure. O acionista controlador não é sujeito ativo do poder de controle, mas o tem enquanto for titular de direitos de voto em número suficiente para obter a maioria nas deliberações assembleares.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3. ed. rev. e ampl. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021).

Essa natureza do poder de controle fica evidente quando se considera que (a) não há norma legal que confira ou assegure o poder de controle: ele nasce do fato da formação do bloco de controle e deixa de existir com 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 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 Geral³¹.

Da concentração de ações resulta o bloco de controle, formado pela reunião de ações em um mesmo patrimônio ou em patrimônios distintos vinculados por um acordo de controle, como será abordado adiante. Por enquanto, importa compreender que o bloco de controle é uma universalidade de fato, ou seja, que existe como um todo, e não pela soma de partes isoladas. Ele só faz sentido porque está nas mãos de uma pessoa ou grupo³².

Essa abordagem contribui para a compreensão de que o controle independe da ação. Isso porque as ações, quando analisadas isoladamente, são apenas direitos específicos, pois o poder de controle não advém de uma única ação, mas do conjunto atuando como um bloco. Trata-se, portanto, de uma condição transitória diretamente vinculada à titularidade das ações com direito a voto, mas que com elas não se confunde.

1.2. A figura do acionista controlador

Como já mencionado, o poder de controle na companhia surge quando a maioria na assembleia geral é pré-constituída, com um ou mais acionistas fazendo prevalecer sua vontade nas deliberações. Em companhias de capital pulverizado, no

³¹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 601.

³² “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 de grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas).” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 600).

entanto, essa maioria pode variar a cada deliberação, tornando impossível prever, de antemão, qual será a composição da maioria nas assembleias³³.

Durante muito tempo, vigorou a chamada "ficção democrática"³⁴ da sociedade anônima, marcada pela diluição das responsabilidades nas deliberações sociais. Essa visão sustentava que o controle pela maioria ocorria apenas durante as assembleias, inexistindo qualquer controle fora delas. Além disso, acreditava-se que as decisões eram fruto de uma comunhão entre os acionistas, ignorando a existência de controladores e minoritários. Por isso, entendia-se que as deliberações dependiam sempre de uma nova maioria, que poderia ser composta tanto pelos acionistas que integraram a maioria na assembleia anterior quanto por outros que dela não fizeram parte³⁵.

Isso se dava pelo fato de que as companhias de capital aberto foram criadas inicialmente para atrair investidores pessoas naturais e foi somente a partir do século XIX que o mercado passou por transformações, como a admissão de pessoas jurídicas como acionistas, a disseminação de sociedades *holdings*, a concentração industrial e a formação de grupos societários, fatores que deram origem ao fenômeno da pré-constituição da maioria nas assembleias gerais, rompendo com a lógica anterior, em que o capital estaria dividido entre pequenos investidores³⁶.

Surge, então, a figura do acionista controlador: o agente detentor de ações suficientes para influenciar de forma permanente as decisões da companhia, determinando a escolha dos administradores e aprovando as principais

³³ No cenário histórico brasileiro, Eduardo Secchi Munhoz observa que a legislação societária buscou fomentar o mercado de capitais por meio da dispersão da propriedade acionária, sem, contudo, fracionar o poder de controle, que permaneceria concentrado nas mãos do empresário-empREENDEDOR. A esse respeito, explica que “[e]sse modelo, ao contrário do propugnado pelos autores do anteprojeto, não implicava a mudança de estruturas sociais e culturais. Em verdade, o modelo de empresa organizada em torno da figura de um acionista controlador, integrada por investidores destituídos de influência sobre o comando das atividades, é coerente com a realidade cultural, social e econômica de um país caracterizado pela concentração de riqueza, absolutamente ignaro do valor da cooperação e do associativismo econômico.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 88).

³⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 507.

³⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 507.

³⁶ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 590.

deliberações, independentemente do resultado das votações em assembleia. Esse controle, no entanto, passa a ser exercido independentemente da reunião da assembleia, pois o controlador conta com a previsibilidade de que suas decisões serão posteriormente ratificadas. Os administradores, por sua vez, seguem suas orientações justamente porque sabem que ele tem o poder de, a qualquer momento, convocar a assembleia geral e destituí-los dos cargos³⁷.

Calixto Salomão Filho, sobre esse assunto, explica que um dos problemas estruturais externos a ser resolvido em relação a qualquer sociedade é a assimetria informacional existente entre controladores e demais acionistas, uma vez que o controlador sempre será capaz de saber, de antemão, se a deliberação será aprovada ou não, antes de submetê-la à assembleia³⁸.

A figura do acionista controlador começou a ser estudada na década de 1930 e permaneceu sem regulamentação específica até a promulgação da Lei das S.A. em 1976³⁹.

1.3. O artigo 116 da Lei das S.A.

As legislações estrangeiras ainda permanecem em silêncio quanto à figura do acionista controlador. Isso se justifica pelo fato de ser uma função exercida de fato, e não um cargo formalmente previsto no estatuto social da companhia⁴⁰. E,

³⁷ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 590 – 591.

³⁸ “Grave, pois a assimetria de informação é prévia à própria relação societária. Em países como o Brasil, o poder do controlador sobre a Assembleia Geral e sobre os órgãos de administração é tal que uma simples ideia que tenha, mesmo antes de apresentá-la aos órgãos responsáveis por sua aprovação, já é uma informação privilegiada. O acionista controlador sabe que será capaz de aprová-la e, portanto, pode aproveitar-se dela mesmo antes de submetê-la às aprovações societárias.” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 65 – 66).

³⁹ Antes da Lei das S.A. não havia, na legislação vigente, referência alguma à figura do controle ou do acionista controlador. Pode-se afirmar, no máximo, que tínhamos uma regra padrão do princípio majoritário para a tomada das decisões dentro da companhia, disposta no art. 331 do Código Comercial de 1850.

⁴⁰ Isso porque, esse cargo “surge do fato de um acionista ou grupo de acionistas tornar-se titular de um bloco de ações que assegura o poder de controle; e assim como surge, deixa de existir com a dissolução desse bloco, ou por efeito de modificações no número de ações em que se divide o capital social, que transformem em minoritários os titulares das ações do bloco.” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades: validade da estipulação de*

como já analisado, a ideia de controle em outras práticas societárias está mais relacionada à própria atuação dos administradores (*management control*)⁴¹.

Na legislação brasileira, o Decreto-Lei nº 2.627/40⁴² não instituiu a figura do acionista controlador e fundava-se em critério diverso: o voto prevalecente em cada assembleia, sendo os acionistas divididos simplesmente entre ordinários e preferenciais. E mesmo para aqueles ordinaristas cuja vontade prevalecia, a lei não chegou a prever responsabilidade alguma. O comando da companhia era atribuído aos administradores, que respondiam solidariamente pela má gestão⁴³.

A Lei das S.A., em contrapartida, fundamentou-se na concepção de controle como o núcleo do ordenamento societário e inovou ao reconhecer a figura do acionista controlador como figura central no direito brasileiro, o que é diferente nos demais ordenamentos⁴⁴.

Em razão de sua relevância, destacou-se a necessidade de estabelecer deveres e responsabilidades específicos para essa posição, os quais, como se verá adiante, configuram verdadeiros deveres fiduciários. Oferecendo um panorama geral sobre o tema, Erik Frederico Oioli:

Já em matéria de poder de controle, a LSA foi em grande medida inovadora. O fenômeno da companhia com acionista controlador já vinha sendo analisado pela doutrina e jurisprudência estrangeiras já anos, mas antes da Lei nº 6.404/76 não havia sido reconhecido nas legislações vigentes por ser uma função de fato e não um cargo formal da estrutura legal da organização da companhia e porque, em geral, o acionista controlador é o principal administrador da companhia. A LSA

que os membros do conselho de administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 15, p. 226–248, jan./mar. 2002, p. 4 – 5).

⁴¹ Como já visto, essa é uma das modalidades de controle estudada pela doutrina norte-americana, representada pelos autores Adolf Berle e Gardiner Means.

⁴² BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial da União*: seção 1, 7 out. 1940

⁴³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: arts. 75 a 137*. 6. ed. rev. e atual. vol. II. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 615.

⁴⁴ Nos demais ordenamentos, a lei prevê situações de controle ou influência dominante de uma sociedade sobre outra, mas se omite em definir a figura do acionista controlador. Nesse sentido, Lamy Filho e Bulhões Pedreira: “A LSA inovou a legislação das companhias ao conceituar a função do acionista controlador e definir seus deveres e responsabilidades, no reconhecimento de que são mais amplos do que os dos acionistas não controladores e dos administradores.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 572).

inovou a legislação das companhias ao precisar a definição de acionista controlador (indo além, portanto, da vaga definição de “influência dominante” do direito alemão e italiano), bem como ao atribuir-lhe deveres e responsabilidades, ganhando verdadeiro *status* jurídico⁴⁵.

Mais do que isso, a Lei das S.A. buscou trazer elementos que identificassem o acionista controlador na companhia, conforme disposto no caput do art. 116:

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

Conforme se vê, para que determinado acionista ou grupo de acionistas seja reconhecido como controlador da companhia, é necessário preencher os seguintes requisitos: (a) ser 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; e (b) utilizar efetivamente esse poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Portanto, a identificação do acionista controlador não envolve apenas uma definição jurídica, mas exige uma análise detalhada dos elementos de fato que conferem esse poder a alguém. Essa verificação vai além da mera titularidade dos direitos de sócio, exigindo a consideração de circunstâncias específicas presentes no caso concreto⁴⁶.

A seguir, serão analisadas as condições previstas no caput do art. 116, que, cumulativamente, definem a figura do acionista controlador na companhia.

1.3.1. Os requisitos para identificação do acionista controlador

⁴⁵ OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.*. São Paulo: Almedina, 2014, p. 46.

⁴⁶ De acordo com José Alexandre Guerreiro e Egberto Lacerda: “a identificação do acionista controlador traduz em última análise, uma penetração na realidade econômica da empresa” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. v. I e II. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 294).

Em primeiro lugar, o acionista controlador, em regra, é acionista porque os direitos de voto decorrem da propriedade das ações. No entanto, a expressão “titular de direitos de sócio” também abrange hipótese em que tais direitos são exercidos por terceiros, que é o caso do usufruto, em que o direito de voto, embora pertença ao acionista, pode ser atribuído ao usufrutuário^{47/48}. A lei, portanto, define a titularidade da maioria dos direitos de voto nas assembleias como a fonte do poder de controle, e não a propriedade das ações em si⁴⁹.

Além disso, ao impor como requisito para a caracterização do controlador a titularidade dos direitos de sócio, a lei exclui outras modalidades de controle, como por exemplo o controle externo, que, como já mencionado, é exercido por outros meios que não o do voto⁵⁰.

Nesse sentido, pode-se afirmar que a lei se limita a definir o controle interno, omitindo-se quanto a eventual responsabilidade do controle externo, que é um controle de fato. De certa maneira, o controle externo pode ser exercido de forma

⁴⁷ “É sabido, aliás, que, fora as hipóteses de usufruto acionário (Lei n. 6.404, art. 114), não existe em nosso direito uma separação entre o direito de voto e a propriedade das ações, tal como ocorre com o *trust* anglo-saxônico e a *Legitimationsübertragung* germânica. Tanto no fideicomisso quanto no penhor, ou na alienação fiduciária em garantia (lei n. 6.404, art. 113), o direito de voto pertence ao acionista, embora o seu exercício possa ser determinado em função dos interesses do fideicomissário, ou do credor.” (COMPARATO, Fábio Konder. Titularidade do poder de controle e a responsabilidade pela concessão abusiva de crédito. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 70).

⁴⁸ “A lei fala, sabiamente, em ‘titular de direitos de sócio’ e não apenas em ‘acionistas’ porque, como veremos amiudamente, a natureza jurídica de *coisa* dos valores mobiliários enseja a possibilidade de dissociações entre a titularidade, ou pertinência subjetiva das ações, e a titularidade de direitos destacados dela, como o de voto, segundo ocorre no usufruto ou na alienação fiduciária em garantia. Em tais hipóteses, controlador é quem tem os votos decisivos, não o proprietário das ações.” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p.73).

⁴⁹ “A fonte do poder de controle é o bloco de controle, como coisa coletiva, e não as ações que o compõem (considerados singularmente) nem os direitos de voto por elas conferidos (considerados isoladamente).” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____. *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 600).

⁵⁰ Em sentido contrário, Fábio Konder Comparato argumenta que “[t]al não significa, porém, que a nova lei de companhias seja totalmente alheia ao fenômeno do controle não acionário. Ao contrário, cremos discernir uma clara previsão, do fato em pelo menos um dos seus dispositivos. No art. 249, parágrafo único, ao conferir à Comissão de Valores Mobiliários o poder de designar as sociedades a serem abrangidas pela regra da consolidação das demonstrações financeiras, o legislador de 1976 determinou ‘a inclusão de sociedades que, embora não controladas (entenda-se ‘não controladas acionariamente’, segundo a norma do art. 243, §2º), sejam financeira ou administrativamente dependentes da companhia’. Essa ‘dependência financeira’ pode, obviamente, ser interpretada como controle externo” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p.71).

indireta, por meio do voto, mas isso não elimina o exercício do controle pelo controlador interno, como ensina Modesto Carvalhosa:

Este controle externo é, não obstante, exercido indiretamente também pelo voto, como referido e pelos acordos de voto. Ocorre que, no caso, o voto não é exercido no interesse próprio do acionista como tal. Trata-se, na espécie, de um controle externo que se utiliza dos votos dos controladores internos ou do comando dos administradores (*incumbente board*), para participar, por meio destes, do governo da companhia, ao partilhar ou vetar questões relevantes do âmbito do Conselho de Administração ou da assembleia geral, visando a garantir o crédito ou o investimento⁵¹.

Em segundo lugar, o requisito de que os direitos de voto assegurem o poder “de modo permanente” exclui do conceito de acionista controlador os titulares que apenas formam a maioria em deliberações eventuais. Para a lei, é acionista controlador tanto quem possui a maioria absoluta dos votos quanto quem, de maneira regular e permanente, exerce direitos de voto suficientes para garantir a maioria dos presentes nas assembleias.

Sob a ótica temporal, ainda que a legislação vigente não estabeleça expressamente um critério de tempo para caracterizar essa permanência, Nelson Eizirik lembra que, à época da Resolução nº 401/1976 do Conselho Monetário Nacional (“CMN”) — hoje revogada —, considerava-se como controlador aquele acionista que tivesse prevalecido nas três últimas assembleias gerais, parâmetro que, embora não vinculante, segue como possível referência interpretativa⁵².

Por outro lado, Fábio Konder Comparato critica a vinculação da permanência ao tempo, defendendo que o controle existe mesmo que exercido por

⁵¹ Ainda, explica que “[n]ão prevê a Lei n. 6.404, de 1976, nenhuma responsabilidade do controlador externo. Em consequência, caberá aos controladores internos arcar com essa responsabilidade (art. 117), quando se prestam a, formalmente, exprimir a vontade dos ‘controladores externos’.” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: arts. 75 a 137*. 6. ed. rev. e atual. vol. II. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 632 – 633).

⁵² “Não fixando o dispositivo os contornos do que se deva entender como “permanente”, pode ser seguido o parâmetro estabelecido por ocasião da edição da Resolução nº 401/1976, do Conselho Monetário Nacional, hoje revogada, expressamente, pela Resolução nº 2.917/2002. O item IV daquela Resolução considerava como controlador o acionista titular de ações que assegurassem a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3. ed. rev. e ampl. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 261- 262).

curto período, desde que a preponderância nas deliberações dependa exclusivamente da vontade do titular, e não de fatores fortuitos⁵³.

Sob a ótica quantitativa, a lei não parece exigir um número mínimo de ações com direito a voto para que o acionista seja considerado controlador. Nesse sentido, Modesto Carvalhosa sustenta que, conforme o direito expresso, contido no dispositivo legal, funda-se o controle no requisito da permanência, que decorre da propriedade de 50% mais um das ações votantes. A expressão “de modo permanente” quer significar que existe um acionista ou um grupo deles que não poderá ser destituído do poder-dever do controle por parte de qualquer outro grupo de acionistas⁵⁴.

Calixto Salomão Filho, por sua vez, adota uma abordagem distinta, argumentando que o núcleo da definição de controlador reside no poder de direcionar o sentido das deliberações sociais e da atividade da companhia. Esse poder, segundo ele, independe de sua origem, podendo ser exercido por um controlador minoritário ou majoritário, e tanto por influência externa quanto interna. Como sustenta o autor:

Ora, em presença de uma opção tão clara do legislador brasileiro a favor do reconhecimento do controle minoritário, seria impossível e ilógico propugnar por um princípio majoritário absoluto dentro do capital com direito a voto. Isso significa que seria ilógico afirmar que só acionistas detentores da maioria do capital votante da companhia podem ter o seu controle⁵⁵.

⁵³ “Mas preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 73).

⁵⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: arts. 75 a 137*. 6. ed. rev. e atual. vol. II. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 624.

⁵⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 143. Nesse mesmo sentido: “Não se ignora a possibilidade de o poder de controle ser detido por acionista que detenha individualmente menos da metade do capital com direito a voto, pois, seja mediante acordo de acionistas, seja simplesmente em virtude da experiência consagrada na prática das assembleias gerais — marcadas pelo absenteísmo dos acionistas —, pode ocorrer de esse acionista controlar a companhia.” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sociedade anônima. Reorganização societária. Alienação de ações. Alienação de controle direta e indireta: inocorrência. Aplicabilidade do art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas*. In: WALD, Arnoldo (Org.). *Direito empresarial: sociedade anônima: capital*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011).

Em terceiro lugar, o poder de controle também requer a capacidade de eleger a maioria dos administradores da companhia. Embora, à primeira vista, essa exigência pareça redundante, sem a prerrogativa de eleição dos administradores, dificilmente se terá condições efetivas de exercer a influência sobre os negócios sociais da companhia⁵⁶.

Segundo Fábio Konder Comparato, quis a lei se referir a situações em que um grupo tem maioria na assembleia, mas não controla os administradores devido a disposições estatutárias ou acordos de acionistas, como quando o acionista majoritário cede ao minoritário a maioria dos cargos de administração ou outras vantagens políticas.

O que se teve em mente aí, ao que parece, foi a possibilidade de ocorrência de um acordo de acionistas, pelo qual o majoritário concorda em ceder ao minoritário a maior parte dos cargos na administração social; ou a atribuição das chamadas “vantagens políticas” a classes de ações (arts. 16, III, e 18). Afigura-se-nos discutível, no entanto, que esse poder de eleger a maioria dos administradores coincida com a essência do poder de controle. É verdade que, nas *companie* inglesas, a assembleia-geral tem os poderes expressos nos estatutos e o *board* a competência residual, e que, nos Estados Unidos, os administradores têm até mesmo o poder de declarar dividendos. Mas, no direito brasileiro, a competência privativa dos administradores (arts. 142 e 144) não lhes dá o poder supremo na companhia, relativamente à assembleia-geral⁵⁷.

Em quarto e último lugar, a lei exige o exercício efetivo do poder de controle. Não basta deter a maioria dos votos; é necessário que o controlador efetivamente dirija as atividades da companhia e oriente seus órgãos. Assim, mesmo que o acionista possua a maioria dos votos em assembleia geral, se ele não utilizar esse poder para influenciar a condução dos negócios e a eleição dos

⁵⁶ Nas lições de Ricardo Ferreira de Macedo, “[e]m termos práticos, a maioria de votos sobre deliberações outras que não a eleição dos administradores pode mostrar-se imprestável como mecanismo apto a impor a vontade do acionista ou grupo de acionistas titular dessa maioria sobre a condução da empresa objeto da sociedade anônima, salvo se o estatuto social nutrir a assembléia de especiais competências de ingerência sobre atos de gestão, limitando o natural ambiente de trânsito discricionário que assiste ao administrador, consagrado pela *businessse judgemente rule*, e, mais que isso, constringendo a tendência de concentridade entre os critérios de conduta dos administradores e aqueles que o acionista que os elege toma por corretor ou convenientes.” (MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle não societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 83-84).

⁵⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p.73.

administradores, não será considerado acionista controlador para os fins do caput do art. 116⁵⁸.

O requisito legal do uso efetivo do poder, originado no sistema societário brasileiro⁵⁹, pode ser visto como uma ligação entre o conceito legal de acionista controlador e a realidade do exercício do poder de controle nas companhias, ao exigir que esse poder seja, de fato, exercido na condução da sociedade, aproximando-o de sua configuração como categoria jurídica, estabelecida no plano do direito⁶⁰.

E, isso se torna ainda mais evidente ao considerar que um controlador individual e majoritário não precisa comprovar o uso efetivo do poder para ser reconhecido como tal, enquanto essa exigência recai exclusivamente sobre o controle minoritário⁶¹.

A lei não exige, contudo, o exercício efetivo do poder de controle para o caso das sociedades controladas, conforme previsto no § 2º do art. 243 da Lei das

⁵⁸ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3. ed. rev. e ampl. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 261.

⁵⁹ De acordo com Fábio Konder Comparato, “[o] requisito do uso efetivo do poder de direção das atividades sociais e de orientação dos órgãos societários é original, no direito comparado. Em nenhum outro sistema legislativo se encontra igual exigência.” (COMPARATO, Fábio Konder. *Titularidade do poder de controle e a responsabilidade pela concessão abusiva de crédito*. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 67).

⁶⁰ “Ao exigir que a pessoa ou grupo de pessoas que governa as deliberações sociais use do seu poder para, efetivamente, dirigir as atividades da companhia [...] o legislador logrou aproximar as efetivas manifestações de poder empresarial, identificadas no plano fático, com a sua configuração enquanto categoria jurídica, estabelecida no plano do direito.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 59 – 60).

⁶¹ “A exigência do uso efetivo do poder ‘para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia’ somente se compreende, como elemento integrante da definição do controle, sem se tratando de controle minoritário. Neste, com efeito, o titular de direitos de sócio que lhe assegurariam a preponderância nas deliberações sociais, em razão da dispersão acionária, pode manter-se ausente das assembleias gerais, perdendo com isto, de fato, o comando da empresa. Já no controle de tipo majoritário, porém, o desuso ou mau uso do poder não é elemento definidor do *status*, pois ainda que o controlador afete desinteressar-se dos negócios sociais, não pode arredar o fato de que o poder de comando se exerce em seu nome, ou por delegação sua, o que a tanto equivale.” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 74).

S.A.^{62/63}, o qual também prevê a possibilidade de controle indireto, exercido por um grupo ou por uma estrutura de sociedades. Nesse caso, a relação de poder não é parte da organização interna de uma das sociedades, mas do grupo, pois vincula o papel de acionista controlador de uma sociedade aos órgãos sociais de outra⁶⁴.

Alfredo Lamy Filho explica que a exigência de exercício efetivo do controle não se aplica às sociedades controladoras devido à distinção entre pessoas físicas e jurídicas. Para eles, o art. 116 da Lei das S.A. dirige-se sobretudo às pessoas físicas, que podem não exercer o controle por ausência, omissão ou herança. Já as pessoas jurídicas, por força de seu objeto e função, exercem necessariamente o controle quando detêm a maioria do capital votante⁶⁵.

Apesar das diferentes discussões sobre a definição do acionista controlador — seja pela titularidade de direitos de sócio, pela permanência no poder, pela eleição dos administradores ou pelo uso efetivo do controle —, é fundamental definir com precisão quem exerce esse poder. Essa definição é indispensável para a aplicação de normas que impõem deveres específicos e delimitam responsabilidades, como se verá a seguir.

⁶² 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. [...] § 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.

⁶³ Nesse sentido, “[o] artigo 243, §2º, da LSA, também faz referência ao poder de controle quando define sociedade controlada: [...] Referido artigo praticamente reproduz a redação do artigo 116 sem, no entanto, listar o requisito do uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.” (OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na Lei das S.A.*. São Paulo: Almedina, 2014, p. 55).

⁶⁴ “Controle direto é modalidade de poder própria da estrutura interna da sociedade: a relação de poder se estabelece entre o papel de acionista controlador (que é elemento dessa estrutura) e os órgãos da sociedade. A fonte de poder é o bloco de controle, formado por ações de emissão da própria sociedade, e o acionista controlador exerce o poder diretamente sobre os órgãos da sociedade. Controle indireto é modalidade de poder própria de um grupo ou a estrutura de sociedades. A relação de poder não é parte da organização interna de uma das sociedades, mas do grupo, pois vincula o papel de acionista controlador de uma sociedade aos órgãos sociais de outra. A fonte de poder são as relações societárias entre as sociedades, e o poder é exercido indiretamente — por meio dos órgãos sociais de outra sociedade. O controle indireto é analisado juntamente com o grupo de sociedades.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 605).

⁶⁵ “as pessoas jurídicas controladoras — como sociedades comerciais que são — têm o poder e o dever estatutário de exercer seu objeto, são, pois, necessariamente controladoras, e, como tal, respondem se detêm a maioria. Não precisa, e não devia a lei, incluí-las na definição para as pessoas físicas (art. 116, b)” (LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.: exposições e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 332).

1.3.2. A finalidade do dispositivo para fins de responsabilização do acionista controlador

Diferentemente dos demais acionistas, que contribuem apenas com seus votos, o acionista controlador desempenha um papel diferenciado que vai além dos cargos formais da companhia, como a diretoria ou o conselho de administração previstos na lei. Trata-se de uma posição não oficial na estrutura formal da companhia, ocupada pelo controlador, que passa a definir e orientar os rumos da companhia e representar, de certa forma, a vontade social⁶⁶.

Essa distinção justifica a orientação da lei em submeter o acionista controlador a um regime próprio, diferente dos demais acionistas, estabelecendo deveres e responsabilidades, incluindo o uso do poder para assegurar o cumprimento do objeto social e da função social da companhia, além de respeitar os direitos dos acionistas, trabalhadores e da comunidade, conforme previsto no parágrafo único do art. 116 da Lei das S.A.⁶⁷. É justamente o poder de dispor de bens que fundamenta, na concepção de Modesto Carvalhosa, o tratamento diferenciado dado pela lei ao acionista controlador:

O dever fiduciário dos controladores, instituído no parágrafo único do art. 116, decorre da sua situação jurídica de poder dispor de bens alheios – os da companhia – como um proprietário. Tal posição jurídica decorre do poder de governar a sociedade autonomamente, sem o concurso, portanto, dos minoritários para a formação e a declaração da vontade social. Daí o caráter permanente do exercício do poder de controle⁶⁸. (Grifou-se)

⁶⁶ Daí, extrai-se que “embora fundado no direito de voto, a posição jurídica do acionista controlador é essencialmente diferente da dos acionistas não controladores: a capacidade destes se resume a contribuir com seu voto [...] enquanto o acionista controlador determina as deliberações da Assembleia Geral, dirige as atividades sociais e orienta o funcionamento dos órgãos da companhia.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 605 – 606).

⁶⁷ Art. 116. [...] 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.

⁶⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: arts. 75 a 137*. 6. ed. rev. e atual. vol. II. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 674.

O legislador de 1976, ao incorporar a figura do acionista controlador das sociedades anônimas ao sistema da lei, reconheceu seus poderes no âmbito empresarial e lhe imputou as correspondentes responsabilidades⁶⁹. Isso porque, a correspondência entre poder e responsabilidade é um dos pilares do direito societário brasileiro⁷⁰.

Nelson Eizirik define o controle na sociedade anônima como um “direito-função” e, considerando que não se trata de um dever absoluto, o legislador optou por impor determinadas regras para prevenir eventuais abusos.

O poder de controle na sociedade anônima, na medida em que constitui um “direito-função”, é atribuído ao seu titular para a consecução de determinadas finalidades. Como ele não constitui um poder absoluto, o legislador estabeleceu determinadas regras visando a prevenir e reprimir eventuais abusos praticados pelo acionista controlador. Além da norma que determina expressamente que o acionista controlador deve usar o seu poder para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social (artigo 116, parágrafo único), a Lei das S.A., neste artigo, estabeleceu que o acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder⁷¹. (Grifou-se)

Calixto Salomão Filho enxerga uma tendência de abuso no exercício do controle em situações de grande concentração de poder:

A primeira constatação, já explorada alhures, é que em situações de grande concentração de poder, a tendência de abuso desse poder, (e, portanto, de descumprimento das regras de comportamento) é algo natural. Essa constatação não é nova. Trata-se do fato, hoje bem reconhecido pela teoria econômica, de que a racionalidade de atuação dos agentes econômicos os leva naturalmente ao abuso. Esse fato, reconhecido, repita-se, pela teoria macroeconômica, justificou a introdução no direito antitruste de regras estruturais para conter o poder no mercado⁷².

⁶⁹ Eduardo Secchi Munhoz atribui a esse regime de deveres e responsabilidades, juntamente com a regra de conflito de interesses estampada no art. 115 da Lei das S.A., a função de “monitoramento do acionista controlador” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. Quem deve comandar a companhia? Alocação do poder empresarial: sistema de freios e contrapesos. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 509).

⁷⁰ “Mas a todo poder correspondem deveres e responsabilidades próprias, exatamente porque se trata de um direito-função, atribuído ao titular para a consecução de finalidades precisas. Assim também no que diz respeito ao poder de controle, na estrutura da sociedade anônima.” (Grifou-se) (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 315).

⁷¹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3. ed. rev. e ampl. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021, 2021, p. 282.

⁷² SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 56 – 57.

A lei, nesse caminho, passou a disciplinar também a responsabilidade do acionista controlador por abuso do seu poder de controle a fim de proteger os minoritários e garantir a função social da companhia, responsabilizando o controlador tanto pelos benefícios quanto pelos prejuízos gerados, conforme preceitua o art. 117 da Lei das S.A.⁷³

Além disso, a posição do controlador traz consigo o risco de confundir seus interesses pessoais com os da companhia, devido à sua capacidade de eleger e destituir administradores, transformar desejos individuais em deliberações assembleares e, em alguns casos, tratar a sociedade como um bem pessoal. Esses riscos justificam o legislador ter regulado o conflito de interesses interno à sociedade, previsto no art. 115 da Lei das S.A.⁷⁴

Portanto, todas essas práticas reforçam a necessidade de responsabilizar o acionista controlador para prevenir abusos, onde o poder é exercido de maneira irresponsável perante os demais acionistas. Identificar o acionista controlador, isto é, saber quem é o real responsável pelas deliberações nas assembleias, e assegurar que ele respeite os limites legais é essencial para proteger os interesses da companhia, garantir a realização de sua função social e evitar abusos que comprometam sua integridade.

⁷³ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. [...]

⁷⁴ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. [...]

Capítulo 2. Os grupos de controle

2.1. Os grupos de controle na Lei das S.A.

Com o passar dos anos, tem-se observado uma transição do controlador individual e majoritário para uma pluralidade de sujeitos vinculados por relações contratuais e que passam a exercer o poder de forma conjunta sobre a companhia. Esse movimento decorreu da concentração de sociedades intensificado na primeira década dos anos 2000. Entre os fatores que impulsionaram essa transformação, destacam-se as operações de fusões e aquisições, as reorganizações societárias e a formação de grupos empresariais⁷⁵. Sobre esse cenário histórico, Norma Parente:

No Brasil, especificamente no que tange ao controle das empresas, iniciou-se nova etapa de desenvolvimento em que o controle começa a deixar de ser familiar e estatal para tornar-se compartilhado, processo basicamente desencadeado pelas privatizações e pela globalização, estimulando fusões e aquisições de empresas em âmbito mundial na busca de competitividade⁷⁶.

O controle compartilhado surge a partir de uma derivação do fenômeno associativo entre dois ou mais sujeitos, como uma forma de organização coletiva para exercício de prerrogativas políticas dentro da companhia. Trata-se, portanto, de uma pluralidade de sujeitos com objetivos comuns, consensualmente coordenados e frequentemente formalizados por meio de pactos parassociais, que são celebrados justamente para formalizar o acordo de vontades para o exercício do controle conjunto⁷⁷. Com esse entendimento, Marcelo Vieira von Adamek:

⁷⁵ "Um movimento frequente desde 2005 é, após um período de crescimento baseado em fusões e aquisições financiadas por dívida, conduzir a empresa a um processo de abertura de capital. Na oferta pública inicial, os acionistas iniciais (normalmente, os fundadores associados a fundos de *private equity*) recebem valor relevante por suas ações (oferta secundária), captando, ainda, montantes significativos de recursos para a companhia (oferta primária) de modo a financiar novo ciclo de fusões e aquisições." (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 131).

⁷⁶ PARENTE, Norma. Governança Corporativa. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 5, n. 15, p. 81-90, jan.-mar., 2002, p. 1.

⁷⁷ "É mesmo usual que dois ou mais acionistas, ou grupos de acionistas, componham a maioria, associando interesses, temporária ou permanentemente convergentes. Pode-se falar, em tais hipóteses, de um controle conjunto ou por associação." (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 53).

O fenômeno da cooperação entre dois ou mais sujeitos para a consecução de uma específica e determinada finalidade em certo ramo de atividade (*privatrechtliches Kooperationsrecht*) é qualificado de fenômeno associativo e constitui o cerne do direito societário, do qual descende a ideia de cooperação. Para viabilizá-lo, prevê o sistema jurídico uma série de normas de organização a ordenarem as competências de ação da sociedade no âmbito dos relacionamentos interno e externo, visando harmonizar os interesses potencialmente conflitantes das partes⁷⁸.

Esses pactos, também denominados acordos de controle, como será abordado mais adiante, foram reconhecidos pela lei, dada a sua relevância o mercado, que lhes conferiu validade, eficácia e segurança jurídica, permitindo expressamente a interferência deles na estrutura interna da companhia, bem como a possibilidade de execução específica de suas disposições⁷⁹. Cria-se, assim, uma quarta instância deliberativa anterior às próprias assembleias⁸⁰.

A diferença entre o controle individual e o controle conjunto reside no fato de que, enquanto o primeiro é exercido por uma única pessoa, que detém o poder de orientar a condução da atividade social conforme sua exclusiva vontade, sem depender de terceiros, o segundo pressupõe a atuação de um grupo de pessoas, unidas por laços familiares, interesses comuns ou acordos de voto, que se associam para comandar os destinos da sociedade⁸¹.

Como se vê, pela leitura do art. 116, existem duas formas de controle conjunto, quais sejam: um grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou um grupo de pessoas sob controle comum. Portanto, o controle da sociedade pode ser

⁷⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, p. 42.

⁷⁹ “A opção da Lei por este regime se explica porque: (a) seu principal objetivo é criar um quadro institucional que facilite a constituição de grandes empresas de capital privado, o que requer a associação de grupos brasileiros, ou destes com capitais estrangeiros, dada a dimensão relativamente pequena das empresas privadas brasileiras; (b) a segurança jurídica da organização dos grupos controladores exigia definição expressa da lei sobre a validade dos acordos de acionistas, devido às objeções da doutrina europeia; e (c) os grupos empresariais não se dispunham a investir capital fundados nesses acordos se as obrigações deles nascidas não pudessem ser objeto de execução específica, pois a indenização não é compensação adequada para a perda do controle resultante da dissolução do grupo controlador” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 623-624).

⁸⁰ Luiz Gastão Paes e Barros, se refere ao controlador como uma “quarta instância societária”. (LEÃES, L. G. P. de B. *Conflito de interesses*. In: _____. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989, p. 13).

⁸¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, p. 229.

exercido tanto por um sujeito – pessoa natural ou jurídica – quanto uma pluralidade de sujeitos – o grupo de pessoas vinculadas por voto, ou sob controle comum⁸².

No grupo de pessoas sob o controle comum, diferentemente do grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, a imputação do controle independe de um vínculo volitivo consensual entre os sujeitos, resultando apenas da submissão a um mesmo controlador⁸³. Essa situação sugere uma composição do controle em diferentes níveis. Na sua forma mais simplificada, deve haver uma sociedade controlada por no mínimo duas pessoas (em posição intermediária), e a submissão dessas pessoas a um controle comum^{84/85}.

Embora essa distinção entre os dois tipos de controle conjunto não afete diretamente o desenvolvimento do presente trabalho, ela se faz necessária para a melhor compreensão do tema.

2.1.1. Uma análise da interpretação dos grupos de controle no art. 116 da Lei das S.A.

O art. 116 da Lei das S.A. faz referência a "grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum", deixando margem para interpretação ao adotar critérios gerais para caracterizar o grupo de controle. O dispositivo tampouco

⁸² Conforme voto do ex-Diretor Marcelo Trindade, existem, portanto, “três possibilidades de controle da sociedade: (i) o controle detido isoladamente por pessoa física ou jurídica, (ii) o detido por grupo de pessoas unidas por acordo de acionistas, e (iii) o exercido diretamente por um grupo de pessoas jurídicas, controladas por um controlador comum, que então controlará a sociedade indiretamente”. (Processo CVM nº RJ2001/10329. Rel. Diretor Marcelo F. Trindade. Julgado em 19.02.2002).

⁸³ “Não há necessidade de se demonstrar nenhum vínculo convencional de voto entre os acionistas majoritários, para se reconhecer sua qualificação de controladores: apenas a simples existência de uma situação de comum submissão ao mesmo controle. É o quanto basta para se presumir a comunhão de interesses no exercício do direito de voto” (COMPARATO, Fábio Konder. Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 84).

⁸⁴ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 67.

⁸⁵ Além do mais, a posição de pessoa controlada, em termos jurídicos, pressupõe a submissão ao poder de controle de outro ente. Nesse sentido, apenas pessoas jurídicas podem ser juridicamente controladas por terceiros — sejam pessoas naturais ou jurídicas. A CVM já se manifestou nesse sentido, ao afastar a possibilidade de caracterizar pessoas físicas como controladas sob a ótica do art. 116 da Lei das S.A. (Processo CVM nº RJ2006/3295. Rel. Diretor Otavio Yazbek. Julgado em 25.06.2013).

fornece uma definição clara de quem é o acionista controlador, seja o próprio grupo, seja cada acionista considerado controlador individualmente. Essa formulação pode refletir a intenção do legislador de possibilitar futuras adaptações à dinâmica das relações de poder, evitando uma regulamentação excessivamente rígida⁸⁶.

Ao se referir a “grupo de pessoas”, pressupõe-se a pluralidade subjetiva, ou seja, dois ou mais acionistas titulares de direito de sócio que, em conjunto, assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos, elejam a maioria dos administradores da companhia e exerçam efetivamente o poder de controle. Como ensina Fábio Konder Comparato:

Se examinarmos a definição do art. 116 da lei, verificaremos de pronto que o fundamento jurídico (a causa, ou título) do poder de controle reside na titularidade de direitos de sócio (mas não, sempre e necessariamente, de ações). Na norma legal se diz – no singular – que titular desses direitos societários é “o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto”, ou seja, todas elas⁸⁷. (Grifou-se)

Dessa constatação, pode-se concluir que, no controle conjunto, todos os acionistas envolvidos são considerados controladores, não sendo o grupo reconhecido como controlador.

À primeira vista, essa conclusão pode parecer contraditória, já que a redação do art. 116 da Lei das S.A. sugere atribuir ao grupo a titularidade dos direitos de sócio. No entanto, como será analisado, a formação do grupo não implica o surgimento de um novo sujeito de direito e, em última análise, de um novo acionista controlador.

Quando um sujeito autônomo é qualificado como controlador, trata-se sempre de um controlador individual, justamente por se tratar de um sujeito de

⁸⁶ Fábio Konder Comparato defende que a “latitude interpretativa” permite que a definição de acionista controlador vá além do texto legal, considerando a complexidade da realidade em que se insere. Assim, o intérprete pode e deve adaptar a norma conforme a dinamicidade própria do plano dos fatos, garantindo sua aplicação eficaz sem se prender a uma concepção rígida e imutável. (COMPARATO, Fábio Konder. Titularidade do poder de controle e a responsabilidade pela concessão abusiva de crédito. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 66).

⁸⁷ COMPARATO, Fábio Konder. Titularidade do poder de controle e a responsabilidade pela concessão abusiva de crédito. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 69.

direito com personalidade jurídica. Já no controle conjunto, há uma pluralidade subjetiva não personalizada: ainda que represente uma unidade externa, esse grupo é composto internamente por diversos sujeitos, sem que se forme, daí, um novo sujeito de direito⁸⁸. Cabe aqui destacar as orientações de Laura Patella:

Em outros termos, a personalidade jurídica confere a um determinado agrupamento de pessoas uma unidade jurídica personalizada, da qual se origina um novo sujeito de direito, independente dos sujeitos que o compõem. No caso do controle, tal hipótese coincide com a *fattispecie* de controle individual, prevista na lei. Esse não é o caso, contudo, do *grupo de controle* referido pelo legislador. Para que tenha sentido o enunciado legal do art. 116 da Lei das S.A. é mister que tal grupo de pessoas seja não personalizado. Admitindo-se que fosse personalizado, se estaria repetindo a hipótese legal de um controle do tipo individual (por pessoa jurídica)⁸⁹. (Grifou-se)

Isso porque, a despeito das discussões doutrinárias sobre a definição de sujeito de direito, é possível afirmar que, por mais variantes que existam, toda definição parte de um elemento essencial. Como afirma Alcides Tomasetti Junior, “[s]ujeito de direito é todo ente, seja ou não pessoa, que o ordenamento jurídico admita ser titular de posições jurídicas ativas e passivas que estão no conteúdo das relações jurídicas”⁹⁰.

Consequentemente, o grupo de controle não pode ser considerado acionista controlador, na medida em que não é reconhecido como sujeito de direito por não

⁸⁸ “A personalidade atribuída pela lei às pessoas naturais e jurídicas, caracteriza os sujeitos de direito. No caso de pessoa jurídica, o direito cria um centro de imputações distinto e autônomo em relação aos membros que a compõem. Um sujeito autônomo, quando qualificado como controlador de uma sociedade anônima, será sempre um controlador individual, justamente por ser sujeito de direito.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 149).

⁸⁹ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 149.

⁹⁰ “As expressões ‘sujeito de direito’ e ‘sujeito de relações jurídicas’ são sinônimas. O nascituro vai ser pessoa quando nascer, ‘mas a lei põe a salvo, desde a concepção, os direitos do nascituro’ (CC, art. 2º, segunda parte). Em elipse, o art. 2º, segunda parte, do CC, não qualifica o nascituro como ‘pessoa física’, já que ‘a personalidade civil do ser humano começa do nascimento com vida’, e, todavia, desde a concepção se lhe assegura os ‘direitos’ e, consequentemente, as correspondentes ‘obrigações’; ou seja, ao nascituro (que ainda não é pessoa) o ordenamento legal atribui antecipadamente a posição de sujeito de posições jurídicas subjetivas ativas (‘direitos’) e passivas (‘obrigações’).” (TOMASETTI JUNIOR, Alcides. A parte contratual. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 757).

constituir, “para o direito, um centro autônomo de imputação de direitos e deveres estabelecidos em lei”^{91/92}.

Como se viu, a finalidade do art. 116 da Lei das S.A. é justamente identificar quem exerce o poder de controle, para que essa pessoa possa ser responsabilizada. O grupo de controle, por si só, não pode ser responsabilizado, já que não é sujeito de direito, devendo a responsabilidade recair sobre cada acionista individualmente, para os fins do art. 116. Nesse sentido, e conforme bem define Nelson Cândido Motta, o grupo de controle é uma “universalidade de fato exercendo um poder coletivo”⁹³.

Não obstante, ainda que o grupo não possa ser considerado acionista controlador, o poder de controle continua sendo atributo e prerrogativa do grupo considerado coletivamente, e não de cada um de seus participantes considerados individualmente⁹⁴. A esse respeito, a própria CVM já reconheceu que “o controle é exercido pelo grupo, como grupo, e em grupo”⁹⁵.

Aparentemente, nas situações em que há acordo de controle, pode parecer que coexistem dois controles — um, englobando todos os signatários, com o objetivo de fazer preponderar a vontade de seus participantes nas assembleias

⁹¹ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 55.

⁹² Ainda, Daniel Vio afirma que “[o] grupo não é, em si mesmo, sujeito de direito, nem parece reunir os elementos mínimos necessários (por exemplo, uma autonomia patrimonial imperfeita) para o reconhecimento de formas intermediárias e mais tênues de subjetividade jurídica, tal como faz a doutrina italiana em relação às sociedades de pessoas não personificadas. Nesse sentido, é difícil se vislumbrar no grupo — sobretudo no grupo de fato, que carece de mais elementos formas de institucionalização — um possível titular de quaisquer necessidades ou aspirações próprias e, portanto, o portador de um interesse grupal.” (VIO, Daniel de Avila. *Grupos societários: ensaio sobre os grupos de subordinação, de direito e de fato, no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 227 – 228).

⁹³ MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 89, p. 42–46, jan./mar. 1993, p. 43.

⁹⁴ “O só fato do acionista precisar do grupo para integrar o controle é suficiente para demonstrar que sozinho ele não pode exercer esse poder.” (MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 89, p. 42-46, jan.-mar., 1993, p. 43).

⁹⁵ Voto do ex-presidente, Marcelo Trindade, no âmbito do Processo CVM nº RJ2007/7230. Rel. Diretor Eli Loria. Julgado em 11.07.2007.

gerais; e outro, de natureza interna, com dinâmica própria no âmbito do acordo e cuja composição pode se alterar⁹⁶.

Contudo – como será melhor analisado mais adiante – o fato é que o poder de controle é um só, o que não se confunde com a qualificação de acionista controlador.

Essa confusão surge da impressão de que existiriam mais de um controle sendo exercido pelos acionistas controladores atuando individualmente. Isso porque, embora o exercício do poder de controle resulte de um ato coletivo dos integrantes signatários do acordo, que passam a ser considerados controladores para os fins do art. 116 da Lei das S.A., na prática, há apenas um único controle, exercido pelo grupo. Sobre o assunto, merece destaque a passagem da obra de Carlos Augusto Junqueira de Siqueira:

Mas só aparentemente existiriam dois “controles”. De fato, há um só: aquele que se impõe no âmbito do acordo e, *através desse acordo*, prepondera nas deliberações societárias. A situação provoca discussões conceituais: a existência de duplo controle é admissível? O controle poderia ser exercido, simultaneamente, por um grupo e por um acionista que integra esse grupo individualmente? São indagações mal formuladas. O controle é único e é individual. O acordo reúne um grupo para exercer o controle *ou para atender* a um controlador⁹⁷.

Assim sendo, a redação do art. 116 da Lei das S.A. ao dispor que é titular de direitos de sócio o grupo de pessoas, estar-se-á referindo a todos os acionistas que exercem o controle em conjunto, cabendo ponderar, nesse caso, que a expressão “grupo” é utilizada apenas como termo genérico, sem corresponder a um sentido técnico⁹⁸.

⁹⁶ “Aparentemente, nessas situações em que há acordo de acionistas regulando o exercício do direito de voto, existe uma *coexistência de dois controles*. Um, englobando todos os signatários, teria como objetivo fazer preponderar a vontade dos seus participantes nas assembleias gerais e nos demais órgãos societários, bem como prevenir e desestimular investidas de terceiros, que poderiam açambarcar participações acionárias se estas estivessem ‘soltas’ no mercado. Outro, seria o *interno*, que tem dinâmica própria no âmbito do acordo e que pode ter sua composição alterada, ensejando, como vimos, a troca do comando na companhia.” (SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FME, 2004, p. 179).

⁹⁷ SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FME, 2004, p. 179.

⁹⁸ A título de exemplo, Daniel Vio explica que “[n]ão deixa de ser uma disposição problemática em termos práticos, pois ‘grupo’ é vocábulo genérico de emprego extremamente frequente, ao contrário

No que diz respeito ao requisito da permanência previsto no art. 116, no contexto do controle conjunto, envolve as mesmas discussões tratadas no Capítulo 1 sobre o controle individual, mas aqui o foco recai sobre a estabilidade do vínculo que une os integrantes do grupo de controle. A verificação dessa estabilidade dependerá das regras pactuadas entre os membros do grupo, bem como do seu comportamento na execução dessas disposições^{99/100}.

Assim, “[a] inexistência ou a fragilidade desse vínculo poderá revelar um controle exercido de forma efêmera ou fortuita, incapaz de provocar a incidência da hipótese normativa em exame”¹⁰¹. Em outros termos, o controle exercido em conjunto pode se fragilizar caso os laços contratuais entre seus membros sejam afetados por conflitos internos ou crises de instabilidade¹⁰².

Questão relevante sobre o requisito da permanência é a possibilidade de variações na composição do grupo de controle. Ainda que estabilizado por laços contratuais permanentes, o grupo pode se modificar com a saída ou entrada de membros, bem como por mudanças nas participações individuais dentro do bloco controlador. Contudo, a continuidade do controle não depende da permanência

de expressões compostas como 'sociedade limitada' (ou 'Ltda.') e 'sociedade anônima' (ou 'S.A.'), que geralmente não se prestam a outros usos fora de seu escopo societário e técnico de aplicação. (VIO, Daniel de Avila. *Grupos societários: ensaio sobre os grupos de subordinação, de direito e de fato, no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 303).

⁹⁹ A importância da estabilidade para satisfação do requisito de permanência já foi abordada por Modesto Carvalhosa ao defender o princípio do controle majoritário como única modalidade de controle que preencheria o requisito de permanência do art. 116, como já explicado no Capítulo 1.

¹⁰⁰ Além disso, não é difícil surgir eventual instabilidade do controle, tendo em vista que o coletivo pressupõe interesses potencialmente divergentes. (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, p. 302).

¹⁰¹ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 58.

¹⁰² “Já quando o acordo for caracterizado como um contrato plurilateral, presente a comunhão de escopo, o dever de colaborar para que se logre um objetivo comum, demonstrado o rompimento da *affectio*, com a consequente impossibilidade de convivência entre as partes, cabe a sua resolução, seja por prazo determinado ou não. Com efeito, a existência de sérias desavenças entre os signatários, particularmente quando versa o acordo sobre o exercício do poder de controle, pode trazer consequências negativas para a gestão da companhia, atuando sua permanência contra o interesse social, não em seu favor. Com efeito, quando se constata que o acordo não mais cumpre o seu objetivo de regular, harmonicamente, o controle compartilhado entre os signatários, trazendo discórdia com efeitos danosos para a companhia, cabe a sua dissolução.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 1º a 120*. vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 720 – 721).

inalterada de seus integrantes, mas da preservação da estrutura que garante o exercício consistente e duradouro do poder de controle¹⁰³.

O exercício efetivo do poder de controle pelo grupo pressupõe a manifestação de uma vontade unificada nas assembleias gerais. Para que isso ocorra, os acordos firmados entre os membros do grupo precisam estabelecer não apenas o procedimento, mas também garantir que esse procedimento permita ao grupo eleger a maioria dos administradores e orientar o funcionamento dos órgãos e as atividades sociais da companhia¹⁰⁴.

Contudo, como afirma Laura Patella, o requisito do exercício efetivo do controle pode ser verificado mesmo quando não exercido por todos os seus integrantes. Isso porque, “se um dos membros do grupo prevalece na interferência cotidiana nos negócios da companhia, desde que o faça em nome e por conta da pluralidade de sujeitos que compõem o grupo, isso não obstará, *per se*, a imputação também do uso efetivo do controle ao próprio grupo”¹⁰⁵.

A seguir, busca-se demonstrar de que maneira esse controle se concretiza internamente, especialmente por meio dos acordos que vinculam os integrantes do grupo controlador.

¹⁰³ “Não se exige que o poder de controle seja eterno, incontestável, ou imune a qualquer ameaça. Nenhum poder social possui essas características. É, sim, requisito da definição o fato de o poder não ser conjuntural ou esporádico, caso em que de poder não se cuidaria. O poder exige estabilidade, mas não imutabilidade.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 305).

¹⁰⁴ José Bulhões Pedreira defende “[a] existência do grupo de controle depende dessa uniformidade de votos. [...] que cumpram a deliberação da assembléia ou reunião dos sócios; se organizado mediante acordo de acionistas e seus membros não são representados na assembléia da controlada pelo mesmo mandatário, a existência do controle fica na dependência do adimplemento, por todos os membros do grupo, das obrigações de comparecer à assembléia geral e de votar segundo a deliberação da maioria.” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades: validade da estipulação de que os membros do conselho de administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. (*parecer*). *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 5, n. 15, pp. 226-248. jan.-mar., 2002, p. 10).

¹⁰⁵ Em outros termos, “alguns membros do grupo controlador podem se destacar nessa direção das atividades”, e “[n]ão o fazendo, contudo, em nome próprio e como manifestação do poder que individualmente detêm se poderá caracterizar uma espécie de representação, na medida em que agem no gozo dos poderes provenientes de todo o grupo, de forma a implementar as orientações de comando emanadas do grupo, conforme organizado internamente.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 62).

2.1.2. Os acordos de controle e o exercício do controle conjunto

A primeira questão a ser brevemente suscitada, cuida do exercício conjunto do controle, não por meio de pactos parassociais, mas por meio de instrumentos societários, como a constituição de sociedade *holding*, sendo seu controle interno organizado tanto por meio de acordos de voto celebrados entre os acionistas quanto por orientações dispostas no próprio contrato ou no estatuto social da companhia¹⁰⁶.

Embora tanto a *holding* quanto os acordos de acionistas sejam instrumentos jurídicos aptos a reunir uma pluralidade de sujeitos para organizar seus direitos patrimoniais e políticos¹⁰⁷, a principal diferença no exercício do poder por meio da *holding* está na personalização do vínculo entre os acionistas. Isso ocorre porque a *holding* constitui um novo sujeito de direito, o que faz com que o controle por ela exercido sobre a controlada seja caracterizado como controle individual exercido por pessoa jurídica, nos termos do art. 116 da Lei das S.A.¹⁰⁸

Ainda, importante destacar que os acordos de voto nem sempre configuram acordos de controle, uma vez que o acordo de voto é um gênero contratual pelo qual os acionistas se obrigam a observar determinadas diretrizes específicas para definir

¹⁰⁶ “Na sociedade *holding*, as relações entre os membros do grupo controlador são definidas pelo estatuto ou contrato social da sociedade que se interpõe, como pessoa jurídica, entre a companhia e os membros do grupo: quem comparece às reuniões da Assembleia Geral e se comunica com os administradores é a *holding*, representada por diretores ou gerentes; e a vontade coletiva do grupo é formada por deliberação da Assembleia Geral ou, se os sócios da *holding* são partes em acordo de acionistas, da reunião prévia dos acionistas contratantes.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 618).

¹⁰⁷ Fábio Konder Comparato diz se tratar de técnicas institucionais de organização do controle interno, no qual consistem na criação de um organismo, personalizado ou não, com o objetivo de consolidar a titularidade do poder soberano na sociedade e disciplinar-lhe o exercício. E acrescenta que “[t]rês são as principais: a comunhão acionária, o *voting trust* e a sociedade *holding*.” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 123).

¹⁰⁸ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 94 - 95.

o sentido do voto a ser exercido nas assembleias^{109/110}. Já o acordo de controle, uma de suas modalidades, tem como objetivo assegurar, a um ou mais sujeitos, o exercício do controle sobre determinada sociedade¹¹¹.

Os acordos de controle exigem uma vinculação jurídica específica entre seus integrantes, no qual se extrai a necessidade de haver uma ligação consensual voluntária entre essas pessoas naturais ou jurídicas integrantes do grupo¹¹². Deve existir, para isso, um encontro de vontades ao qual se atribui efeitos jurídicos, de forma que o controle conjunto não decorre de um comportamento ocasional, mas

¹⁰⁹ Nesse sentido, Nelson Eizirik explica que não há restrições ao elenco de matérias que podem ser disciplinadas no acordo de voto, sendo necessário, porém, que elas constem expressamente do ajuste, uma vez que não se admite os acordos de voto em aberto, que implicariam, na prática, em alienação do direito de voto dos minoritários pactuantes do acordo. Além do mais, o autor cita como exemplo os chamados “acordos de defesa” firmados entre os acionistas minoritários visando ao exercício conjunto de determinados direitos que exigem um percentual mínimo de participação acionária para o seu exercício, como o voto múltiplo, a exibição judicial de livros e a eleição de membro para o conselho fiscal. (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 1º a 120*. vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 708). No mesmo sentido Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira explicam que “dentre as diversas modalidades de acordo de voto, cabe destacar: (i) os que têm por objeto determinada deliberação da Assembleia Geral, (ii) a proteção de minoria, (iii) a formação de um grupo minoritário e (iv) os de *joint venture*.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 333).

¹¹⁰ No âmbito da CVM também entende-se que “[a] amplitude do objeto do acordo de voto não é decisiva para sua existência, validade e eficácia, embora seja determinante para a caracterização dos signatários deste contrato como membros de um grupo de controle. Essa ressalva revela que a existência de um grupo de controle pressupõe a existência de um acordo de voto (ou de relações de controle entre os acionistas), mas que nem todo acordo de voto tem o condão de formar um grupo de controle. Portanto, acordos de voto que não criam grupos de controle são possíveis entre acionistas minoritários não controladores, bem como entre o acionista controlador e outros não controladores – a depender, neste último caso, do criterioso exame do objeto do acordo.” (Processo CVM nº RJ2006/3295. Rel. Diretor Otavio Yazbek. Julgado em 25.06.2013).

¹¹¹ “Trata-se de uma modalidade de acordo de voto, visando ao exercício do controle comum; para tanto, os convenientes formam um bloco de ações e, em reuniões prévias, decidem como votarão, em conjunto, no exercício do poder de controle.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 1º a 120*. vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 710).

¹¹² A CVM já se manifestou no sentido de que “para que exista um acordo de voto basta que se demonstre, no caso concreto, que dois ou mais acionistas ajustaram entre si a forma de exercício dos seus direitos de voto em relação a uma ou mais matérias, vinculando-os a certa orientação, cuja formação pode ser livremente pactuada.” Ainda, “[o]bviamente não basta que dois ou mais acionistas tenham posições convergentes quanto ao melhor voto a ser dado em determinada assembleia, ou mesmo que dois ou mais acionistas, por terem convicções semelhantes, votem em sintonia durante um longo período de tempo. Se estes acionistas não regularem reciprocamente o exercício do seu poder de voto, subordinando-o a certa orientação, que pode ser livremente acordada entre eles, definitivamente não haverá acordo de voto”. (Processo CVM nº RJ2006/3295. Rel. Diretor Otavio Yazbek. Julgado em 25.06.2013).

rigorosamente de um acordo¹¹³, que, contudo, não necessariamente precisa ser um acordo expresso¹¹⁴.

Quanto a essa questão, em voto proferido como diretor à época, Otavio Yazbek rejeitou a tentativa de caracterizar como bloco de controle uma coletividade dispersa de acionistas apenas por atuarem sob o mesmo estatuto e deliberarem em assembleia, entendendo que por mais que sejam possíveis acordos tácitos de acionistas ou atos coordenados que representem um poder de controle, “não há como dizer que a coletividade dos acionistas da companhia controladora seja, *a priori*, caracterizável como bloco de controle da controlada”¹¹⁵.

Nesse contexto, o acordo de acionistas surge como o principal, mas não o único, instrumento para formalizar essa relação, sendo classificado como um contrato plurilateral¹¹⁶, no qual envolve arranjos contratuais complexos e constitui a estrutura interna do grupo de controle. Como descreve Nelson Eizirik:

O controle pode ser exercido por um acionista ou por um grupo de pessoas que, isoladamente, não detêm ações representativas do capital votante que lhes assegure o controle, mas que, agregando-as, passam a ter o poder de mando dos negócios sociais. Nessa situação, verifica-se o denominado grupo controlador, usualmente instrumentalizado mediante acordo de acionistas, que, dentre outras matérias, disciplina a forma como será exercido o direito de voto dos convenientes. Tal modalidade de acordo de acionistas caracteriza uma situação de controle

¹¹³ Eduardo Secchi Munhoz entende que o grau de estabilidade de um acordo vai depender de que tipo vínculo foi formado, podendo ter naturezas diversas, como laços familiares, interesses econômicos, entre outros. Logicamente, um acordo sem estar juridicamente legitimado é potencialmente mais instável. (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, p. 234).

¹¹⁴ A jurisprudência administrativa da CVM trata do assunto e indica que o reconhecimento do controle conjunto não depende sequer da existência de um acordo expresso, bastando até mesmo o ajuste tácito de vontades (Parecer/CVM/SU nº 014, de 9 de fevereiro de 1984). No mesmo sentido: “A concentração de vários acionistas possibilitando a preponderância nas deliberações sociais, vinculadas entre si por acordo escrito ou informal, serve à caracterização do poder de controle” (Parecer CVMSJU/ nº 066, de 6 de novembro de 1985).

¹¹⁵ “Mas daí a caracterizar a adesão a tal *status*, de forma genérica, como o ingresso em um verdadeiro bloco de controle há um longo caminho. Ainda mais quando se fala de uma companhia aberta de capital disperso. No caso vertente, muito mais do que com um bloco de controle propriamente dito, se está lidando com maiorias eventuais, formadas em assembléia e que não parecem se revestir da permanência, daquela certa perenidade que caracterizam o efetivo exercício do poder de controle de uma sociedade. Inexistindo controle, descabe falar na sua transferência.” (CVM nº RJ2009/0471. Rel. Diretor Otavio Yazbek. Julgado em 03.03.2009).

¹¹⁶ “Serão, pois, plurilaterais todos os acordos que constituem uma comunhão protética de determinados grupos de acionistas – minoritários ou controladores –, para melhor assegurar seus interesses (minoritários) ou os da companhia (controladores), nas deliberações sociais.” (CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 185).

compartilhado, em que as prerrogativas inerentes ao poder de controle são exercidas, em conjunto, pelos seus signatários. Para que o acordo de acionistas possa configurar situação de controle compartilhado, ou conjunto, devem ser assegurados a todos os contratantes direitos que lhes permitam participar na condução dos negócios sociais, nenhum deles tendo o poder para determinar isoladamente as decisões da assembleia geral ou eleger a maioria dos administradores¹¹⁷.

Na melhor definição de Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira, os acordos de controle são “entidades intermédias entre a sociedade e o acionista, e que são feitas, em geral, para pré-constituir o controle”¹¹⁸. Esse fenômeno da pré-constituição do controle nas assembleias, já abordado no Capítulo 1, tem sido replicado nos acordos de controle, como parte do processo de formação da vontade coletiva do grupo controlador¹¹⁹.

Para isso, criam-se instâncias deliberativas internas, conhecidas como reuniões prévias, que, à semelhança das assembleias, reúnem determinados acionistas e seguem as regras pactuadas nos acordos, com o objetivo de uniformizar o exercício do voto e do controle nas assembleias e demais órgãos sociais¹²⁰.

Enquanto o controlador individual exerce seu voto de forma íntima e individualizada, no grupo controlador, a vontade é definida por um procedimento deliberativo coletivo, em razão de sua formação plurissubjetiva. A vontade formada por um procedimento colegiado vincula o grupo como um todo, e isso não significa a vontade individual de um de seus integrantes, mas um conjunto organizado de atos de vontade que é imputado a todo o grupo¹²¹.

¹¹⁷ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 189 a 300*. vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 341 – 341.

¹¹⁸ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 3. ed. vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 91.

¹¹⁹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 590 – 591.

¹²⁰ “Os acordos de acionistas são da espécie *acordo de voto em bloco* quando, na respectiva convenção, os seus signatários instituem um *órgão deliberativo interno*, geralmente designado *reunião prévia*. Em outras palavras, contendo o acordo de acionista o procedimento de *reunião prévia* para que os convenientes decidam antecipadamente sobre a maneira como irão votar as ações componentes do controle nas assembléias e como serão dados os votos dos representantes desse mesmo acordo nas reuniões do conselho de administração ou da diretoria, estará caracterizada a existência do *acordo de voto em bloco*.” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 218).

¹²¹ “O que fundamenta a imputação da deliberação coletiva a todo o grupo é a natureza unitária do ato coletivo criado pelo procedimento de deliberação, que transforma a multiplicidade de atos de

Essa mesma lógica se aplica às reuniões prévias, garantindo a vinculação de todos os membros mesmo sendo as deliberações aprovadas por diferentes quóruns, sendo comum que os grupos de controle adotem quóruns especiais, poderes de veto e votos afirmativos para formar a vontade unitária do grupo.

Alguns autores afirmam que “não pode, sob nenhuma hipótese, prevalecer o requisito da unanimidade, mesmo porque tal *quórum* inviabilizaria o exercício do *poder-dever de controle*, na medida em que qualquer dos convenientes poderia desejar obstruir a decisão desse *órgão interno* do acordo”¹²². Por essa razão, a preferência pelo princípio majoritário se baseia, principalmente, na regra geral das próprias assembleias, e decorre, inclusive, da inerência da regra da maioria à organização típica dos contratos plurilaterais, tais como os acordos de controle¹²³.

Em contrapartida à rejeição da unanimidade nos acordos de controle, Fábio Konder Comparato observa que, em companhias fechadas com dois acionistas detentores de 50% do capital votante, a própria regra da maioria absoluta do art. 129, *in concreto*, exige unanimidade. Para o autor, não há vedação legal a tal exigência, pois, a depender da composição societária, “qualquer porcentagem de

vontade individuais em um único ato coletivo, que é ato do grupo – como todo – porque resulta da ação comum. Sem o procedimento que estrutura em sistema os atos de vontade individuais pode haver igualdade de opiniões dos sócios, mas não deliberação coletiva: ainda que todos os sócios, encontrando-se em reunião social, manifestem igual opinião sobre assunto de interesse da sociedade, não haverá deliberação coletiva a não ser que acordem em considerar a reunião em curso como procedimento de deliberação e que o resultado desse procedimento seja ali proclamado. Mesmo na deliberação unânime é a unidade do ato coletivo – e não a igualdade dos votos – que fundamenta a imputação da deliberação ao grupo.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 589).

¹²² “Também será ineficaz a cláusula que exija que na *reunião prévia* determinadas matérias sejam tomadas por *quórum* qualificado. Também, neste caso, a obstrução de algum conveniente poderá impedir o exercício do *poder-dever de controle* nas deliberações que deverão ser tomadas nos órgãos deliberativos da sociedade (assembleia, conselho de administração ou diretoria).” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 218).

¹²³ “A escolha fundamental do legislador pátrio pelo princípio majoritário nas sociedades de capitais e naquelas preordenadas a estruturar empresas de maior porte, parte da ideia de que apenas ele possibilita, no tráfico jurídico, a necessária formação unitária da vontade coletiva: exigir a unanimidade asseguraria a participação de todos em cada decisão, mas tornaria a sociedade incapaz de agir, na medida em que a simples discordância de um comprometeria a decisão.” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, p. 43).

maioria pode significar, de fato, a unanimidade”¹²⁴. Nessas hipóteses, a unanimidade decorre da estrutura societária e da lógica contratual da sociedade fechada, voltada à proteção da minoria e à preservação da confiança entre os sócios.

Quanto ao poder de veto, ele pode gerar impasses no grupo controlador, assim como as exigências de unanimidade para aprovação de certas matérias, o que pode levar à “inexistência de um controle efetivo na sociedade”^{125/126}.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães, por outro lado, atribui aos *quóruns* elevados estabelecidos por acordo – muitas vezes equiparados ao poder de veto – o papel de garantir estabilidade ao controle conjunto, tendo em vista que é possível “através do expediente do *quórum* elevado, estabelecer regras estáveis relativas à participação conjunta dos convenientes na escolha e na substituição dos administradores da companhia.”¹²⁷.

Ainda sobre o direito de veto, tem-se como exemplo hipótese examinada por Fábio Konder Comparato, na qual apresentou três interpretações possíveis, tendo optado pela segunda, na qual o terceiro desempatador seria o controlador único — em que o antagonismo entre dois blocos com poder de voto equivalente é

¹²⁴ COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quorum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. In: _____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 125.

¹²⁵ Trecho retirado da obra de Eduardo Secchi Munhoz, no qual fala que “[a]s condições em que se dá a união das pessoas no grupo também influem diretamente na concentração e na estabilidade desse poder. Isso porque, no acordo de voto destinado à formação do bloco de controle, é possível estabelecer diferentes formas de definição da orientação a ser seguida pelo grupo, sendo comum conferir-se poder de veto a determinado sócio, em relação a certas matérias. Nessa hipótese, as disputas que se dariam no seio da sociedade são transferidas para o interior do grupo de controle, não sendo raros os casos de impasse, situação em que, como se mencionou anteriormente, pode-se chegar à inexistência de um controle efetivo na sociedade.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, p. 234).

¹²⁶ Além disso, a hipótese da chamada “filial comum” – companhia subsidiária de duas acionistas com 50% cada do capital votante – ilustra bem a possibilidade de inexistência de um poder de controle efetivo. Como destaca Fábio Konder Comparato, trata-se de situação em que “nenhum acionista poderá fazer preponderar seus votos em assembleia” e, estando em divergência, “não se poderá falar em controle totalitário.” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 72).

¹²⁷ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Acordo de comando e poder compartilhado. In: _____. *Pareceres*. vol. II. São Paulo: Editora Singular, 2004, p. 1311.

superado por um terceiro, que atua como “fiel da balança”, sem se vincular a nenhum dos antagonistas. Como descrito abaixo:

1) haveria controle conjunto entre o *tertius arbiter* e qualquer dos outros blocos acionários aos quais ele somasse seus votos; 2) o ‘fiel da balança’ seria controlador único; 3) não haveria controle acionário, de espécie alguma. A objeção à primeira interpretação seria a de que nenhum dos blocos acionários antagonísticos deteria um poder permanente, no sentido acima exposto, dado que dependeria sempre, para fazer prevalecer os seus votos, da adesão do terceiro desempateador, a qual, por hipótese, seria incerta. A terceira interpretação, por sua vez, propiciaria o exercício de um poder incontestável na sociedade, sem os correspondentes deveres e responsabilidades. Inclino-nos, portanto, pela segunda interpretação, isto é, a identificação do terceiro desempateador como titular do controle, sem embargo da objeção possível de que ele não é titular único dos votos majoritários¹²⁸.

De todo modo, apesar das discussões acima, no âmbito do exercício do poder conjunto, como regra, prevalece a autonomia dos integrantes do grupo controlador para contratar a sistemática de tomada de decisões no dentro do grupo, obedecendo-se a lógica das deliberações colegiadas. É como explicam Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira,

A norma que regular o procedimento de deliberação pode também estabelecer que a maioria não é determinada por referência ao número de votos de todos os membros do grupo, mas dos manifestados em reunião, ou por qualquer outro modo. Nesse caso, a essencialidade do procedimento é ainda mais evidente: o que legitima a imputação a todo o grupo da deliberação formada com o voto de apenas alguns dos seus membros é a oportunidade que as normas que organizam o grupo assegurarem a todos de tomar parte na deliberação, proferindo seu voto. Aqueles que não comparecem à reunião, ou que se abstêm de manifestar o voto, ficam tão vinculados pela deliberação quando a maioria e a minoria dos votantes porque todos desempenham os papéis do processo social do qual resulta a deliberação, como um único ato coletivo¹²⁹. (Grifou-se)

A princípio, a posição de majoritário no grupo não implica, por si só, a imputação do controle a um único acionista, contando que sozinho ele não pode prevalecer nas deliberações e nem comandar de forma isolada a companhia, sendo

¹²⁸ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 66.

¹²⁹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 589 – 590. Além disso, como explica Fábio Konder Comparato, também não há comunhão de escopo no caso por exemplo de um acordo de controle bilateral, no qual as partes trocam vantagens determinadas, como a eleição de representantes de um grupo de interesses para certos cargos da administração da companhia em troca da eleição de representantes de outro grupo para outros cargos. (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 186).

esse poder manifestado pelo grupo como um todo e, em última instância, na assembleia geral^{130/131}.

Nesse sentido, Nelson Cândido Motta ensina que o grupo de controle decorre do exercício coletivo do controle, de modo constante e coerente, as prerrogativas e responsabilidades que incumbem ao acionista controlador, no efetivo desempenho da soberania societária. A circunstância de qualquer participante ser majoritário no interior do grupo não transmuda, certamente não, em acionista controlador da sociedade¹³².

Apesar disso, a questão comporta outras considerações relevantes pois, como exemplifica Paulo Penna, quando um dos integrantes do bloco consegue impor sua vontade dentro do grupo e, utilizando-se do voto unitário do grupo, consegue também impor sua vontade nas assembleias gerais da companhia. Trata-se de uma situação em que, embora permaneça formalmente o controle conjunto, há posição de predominância de um dos acionistas, que passa a exercer, na prática, um controle individual, desvirtuando a lógica de construção colegiada da vontade do grupo^{133/134}.

¹³⁰ “De qualquer modo, a definição do poder de comando é sempre feita em função da assembleia-geral, que constitui a última instância societária.” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 34).

¹³¹ Laura Patella parte do entendimento no sentido de ser irrelevante examinar os casos em que há uma maioria permanente no interior do grupo controlador, tendo em vista que no plano interno do grupo importa a intenção de seus membros e a efetividade dos meios estabelecidos para agrupá-los em uma unidade decisória, sendo, portanto, equivocadas as iniciativas de selecionar internamente quem tem mais ou menos influência ou participação nesse processo decisório, com a intenção de incluir ou excluir membros do controle. (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 133).

¹³² E prossegue: “Nas companhias comandadas por grupo de acionistas, o *poder de controle* é um atributo coletivo e compartilhado. Constitui um subproduto da soma dos votos e do acordo de vontades. Por isso mesmo não pode ser considerado como uma simples e invariável derivação da vontade isolada, e singular, do acionista que no grupo de controle tenha participação majoritária.” (MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 89, p. 42-46, jan.-mar., 1993, p. 43).

¹³³ PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 118.

¹³⁴ Fábio Konder Comparato também alerta sobre essa questão: “O problema surge quando, na estipulação do acordo, se determina que um só ou alguns dos acionistas têm poder de fixar o conteúdo dos votos dos demais; ou, correlativamente, que certos acionistas são obrigados a acompanhar o voto dado por outro, ou outros. A posição jurídica de controlador continua a ser, nessa hipótese, de todos os pactuantes, ou deve ser reconhecida somente na pessoa dos que têm o poder

Consubstanciando o tema, a lógica do controle conjunto pressupõe a formação de uma vontade comum, construída por meio de um processo colegiado e consensual, sendo essa característica exclusiva do controle conjunto. Sendo assim, não se trata da imposição unilateral dos interesses individuais sobre os demais participantes do acordo. O que não se verifica no caso do controlador individual, cuja vontade é essencialmente única e coincide integralmente com a vontade do acionista a quem se imputa, isoladamente, o poder de controle¹³⁵.

Note-se que só faz sentido a existência dessa vinculação entre os acionistas quando nenhum deles, sozinho, consegue exercer o controle de forma estável ou, como bem coloca a doutrina contratual empresarial, quando essa união proporciona uma situação mais favorável que a anteriormente existente. Com base no que afirma Paula Forgioni,

No momento da celebração, as partes acreditam que estarão “melhor com o contrato do que sem ele”. O agente econômico celebrará o ajuste se entender que esta é uma boa alternativa para a satisfação de sua necessidade. Vale dizer, o negócio com terceiros será realizado apenas se a opção de produzir internamente determinado bem ou serviço não for mais vantajosa para a empresa¹³⁶. (Grifou-se)

De tal vinculação emana uma vontade em sentido unitário atribuível ao grupo, e um poder também unitário, independentemente de frações componentes dessa unidade. Importa apenas que, como fruto dessa organização para o controle, haja efetiva coordenação decisória de forma que o grupo, considerado em sua

de determinar o sentido geral dos sufrágios?” (COMPARATO, Fábio Konder. Titularidade do poder de controle e a responsabilidade pela concessão abusiva de crédito. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 69).

¹³⁵ A esse respeito, Laura Patella entende que “[n]ão é difícil constatar que a vontade do controle, quando individual, é essencialmente única e perfeitamente coincidente com a vontade do acionista a quem se imputa, isoladamente, o poder de controle. A formação da vontade a partir de um processo próprio estatuído no âmbito do controle é, pois, exclusiva do controle conjunto.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 176).

¹³⁶ FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, Revista dos Tribunais, 2019, p. 145.

unidade, tenha poderes para eleger a maioria dos administradores e conduzir as atividades sociais¹³⁷.

Portanto, para identificar se o controle é exercido em conjunto, importa analisar de nenhum dos acionistas, isoladamente, conseguiria exercê-lo. O essencial é a vinculação entre eles em um procedimento coletivo de formação da vontade, do qual surge uma vontade unitária atribuída ao grupo como um todo — não a acionistas isolados. Esse vínculo, nascido da necessidade de uma posição mais vantajosa e baseada na coordenação de interesses é o que define se o controle é exercido em conjunto, caso contrário caracterizar-se-ia uma vontade única e isolada, própria do controle individual.

Para melhor compreensão desse ponto, trata-se da ideia de que, salvo se o acordo se restringir a uma única deliberação específica, sempre haverá uma margem de indeterminação. Em outras palavras, mecanismos como veto, unanimidade ou quóruns qualificados são apenas formas de determinar, posteriormente, o sentido do voto. Isso, contudo, não implica que a deliberação esteja previamente fixada antes da assembleia. A esse respeito, vale transcrever os ensinamentos de Raúl Ventura:

A obrigação assumida pelo sócio no acordo de voto tem por objeto uma prestação ou negativa (não votar) ou positiva (votar em determinado sentido). No momento do acordo, a prestação só estará inteiramente determinada se consistir apenas em *não votar* ou em votar sempre ou a favor ou contra todas as propostas; casos pouco prováveis, pois o interesse prático do acordo consiste na fixação do sentido do voto, conforme a deliberação a tomar e no momento em que for tomada.

Neste aspecto, a prestação não está inicialmente determinada, mas é determinável por algum dos modos previstos no acordo.

Para este efeito, é indiferente que as espécies de deliberação estejam ou não definidas no acordo; a espécie da deliberação não elimina a parcial indeterminação acima referida¹³⁸. (Grifou-se)

¹³⁷ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 162 – 163.

¹³⁸ “A não ser que o acordo respeite a uma única deliberação haverá sempre uma certa margem de indeterminação.” (VENTURA, Raúl. *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Livraria Almedina, 1992, p. 87).

O tema desperta ampla repercussão, sobretudo quando se observa a dinâmica dos acertos contratuais internos ao grupo de controle. A entrada ou saída de acionistas, bem como as alterações nas estipulações contratuais que regulam suas relações, frequentemente geram questionamentos relevantes — especialmente quando tais mudanças resultam em maior ou menor influência para determinado acionista capaz de atrair a incidência do art. 254-A da Lei das S.A. Essa discussão será aprofundada no Capítulo 4.

2.2. A cotitularidade do poder entre os integrantes do grupo

O acordo de controle estabelece um vínculo obrigacional que recai exclusivamente sobre o exercício do voto, decorrente da titularidade dos direitos de sócio que asseguram a cada acionista a participação no controle conjunto. Não há, portanto, qualquer relação de copropriedade ou condomínio sobre as ações vinculadas ao acordo — cada acionista permanece titular das suas ações de forma separada¹³⁹.

Dessa forma, afasta-se a ideia de comunhão de ações, qualificada por Fábio Konder Comparato¹⁴⁰, que propõe compreender o controle como fundamento para a formação de um patrimônio especial entre os acordantes, uma vez que, no controle conjunto, não há colocação de ações em comum.

Esse argumento é reforçado ainda mais quando se observa que, embora Fábio Konder Comparato em outro momento proponha a formação de um patrimônio especial entre os acordantes, não há, juridicamente, qualquer

¹³⁹ “O acordo de acionistas, em nosso direito positivo, não envolve a propriedade e a posse das ações, cabendo a seu titular, o acionista, observar as restrições contratuais relativas ao exercício do seu poder de voto ou à disponibilidade patrimonial de suas ações. Neste ponto reside a diferença específica com outras formas jurídicas consagradas no direito continental, que permitem alcançar efeitos similares, como os sindicatos de voto, as *holdings* e o usufruto.” (CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Saraiva, 1984. p. 10).

¹⁴⁰ “A nosso ver, portanto, a comunhão de ações constituída em vista do controle não é instituto do direito das coisas, e a ela não se aplicam as regras do condomínio, notadamente a limitação do prazo de indivisão (Código Civil, art. 1320, §1º), mas as normas próprias das sociedades empresárias em comum ou irregulares, destituídas de personalidade jurídica. Os bens e dívidas sociais, como se diz excelentemente no Código Civil (art. 988), constituem patrimônio especial, se que os sócios são titulares em comum.” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 134).

desvinculação entre a ação e o voto. Como ele próprio reconhece, mesmo que um dos pactuantes determine o sentido dos votos dos demais, esses votos não lhe são transferidos ou alienados. Segundo a formulação do autor:

Se é assim é, temos que, na definição do art. 116, o acordo de votos qualifica a situação de controle em relação a todos os acionistas pactuantes, pois todos eles são titulares do direito de voto. Se algum ou alguns dos pactuantes estipularam o direito de determinar o sentido dos votos dos demais, nem por isso aqueles se tornam controladores únicos, porque esses outros votos não lhes são transferidos ou alienados: eles passam a ter uma *pretensão* (direito pessoal) à manifestação de votos dos outros acionistas, mas estes continuam titulares do direito de votar e, efetivamente, são eles que votam, embora no sentido determinado pelos estipulantes¹⁴¹.

Nessa linha, pode-se afirmar que cada acionista dentro do grupo é titular de direitos de sócio que lhe asseguram, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, e são qualificados como acionistas controladores para fins do art. 116 da Lei das S.A.

No entanto, ao se analisar o conceito de poder propriamente dito, mesmo que cada acionista do grupo se qualifique como acionista controlador nos termos do art. 116 da Lei das S.A., não se pode afirmar que todos sejam individualmente titulares do poder de controle. São, sim, titulares de direitos de sócio, mas o poder de controle — a capacidade de dispor, dominar e impor a própria vontade sobre os rumos da companhia — é, por natureza, indivisível, como se verá a seguir¹⁴².

Alfredo Lamy Filho ensina que o poder de controle é, por sua natureza, indivisível: uma sociedade possui apenas um controlador, ou então não possui

¹⁴¹ COMPARATO, Fábio Konder. Titularidade do poder de controle e a responsabilidade pela concessão abusiva de crédito. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 70.

¹⁴² Este é o ponto central do presente trabalho: a tentativa de identificar quem é o verdadeiro titular do controle dentro do grupo. Como destaca Eduardo Secchi Munhoz, trata-se de uma questão de elevada complexidade. Sobre esse aspecto, vale retomar sua obra: *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

nenhum. Não se admite, nem seria possível admitir, a existência de duas maiorias ou de duas preponderâncias dentro da mesma companhia^{143/144}.

Também vale aqui mencionar as valiosas lições de Fábio Konder Comparato, ao explicar que todas as manifestações do poder de controle convergem para um sentido fundamental de dominação soberana, pouco importando se essa dominação é exercida de fato ou de direito, isto é, legitimada ou não por institutos ou normas próprias do sistema jurídico. E destaca que:

Trata-se, em qualquer hipótese, de um poder originário, uno ou exclusivo e geral. Originário porque não deriva de outro, nem se funda em nenhum outro, interna ou externamente. Uno ou exclusivo, porque não admite concorrentes, pela sua própria natureza. Geral porque se exerce em todos os campos e setores, sem encontrar nem admitir domínios reservados, por parte dos órgãos societários¹⁴⁵. (Grifou-se)

Dessa forma, a primeira justificativa reside na própria natureza do poder de controle, que, por definição, é indivisível, não sendo possível a coexistência simultânea de dois poderes¹⁴⁶.

Além disso, e para reforçar esse entendimento, não pode ser titular do poder de controle o acionista que dependa do voto alheio para fazer valer a sua vontade nas assembleias gerais, como explica Nelson Cândido Motta: isso “não o transforma, evidentemente, em titular do poder de controle”^{147/148}. Isso porque, a

¹⁴³ LAMY FILHO, Alfredo. O poder de Controle na “Joint” Venture”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 2. ed. vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 189.

¹⁴⁴ Nelson Cândido Motta reforça essa concepção ao afirmar que “[o] poder de controle, sendo soberano por definição, é necessariamente único e exclusivo.” (MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 89, p. 42-46, jan./mar. 1993, p. 43).

¹⁴⁵ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 41.

¹⁴⁶ Conforme preceitua Caio Mário da Silva Pereira, a invisibilidade material “resulta da natureza da relação jurídica atribuir uma qualidade que não pode ser distribuída a mais de uma pessoa e, pois, no caso de haver pluralidade de titulares, estes não têm a faculdade de percepção de uma quota-parte.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. vol. I. 30. ed. rev. e atual. Atual. Maria Celina Bodin de Moraes. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 351).

¹⁴⁷ MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 89, p. 42-46, jan.-mar., 1993, p. 43.

¹⁴⁸ Esse posicionamento foi acompanhado por Arnoldo Wald (WALD, Arnoldo. O Controle Partilhado e o Direito Administrativo. In: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.). *Temas de direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 387).

noção de titularidade, em direito, diz respeito a uma relação de pertença, posse ou dominação, como bem abordado por Fábio Konder Comparato:

O termo “titular”, que não figura nos dicionários tradicionais da língua, parece uma criação do meio brasileiro, quando significa, justamente, senhor ou possuidor. Mas já na linguagem jurídica lusitana atual a titularidade se define como “o nexo de pertença efetiva de um direito a certa pessoa”. Há aí, portanto, uma especificidade restritiva de sentido, relativamente a “título”, que, como todos sabem, mantém o duplo sentido de “causa jurídica” e de documento. Na relação de titularidade, o título não é uma causa jurídica qualquer de exercício de direitos, mas a pertença desses direitos a alguém. Titular, ou possuidor legítimo, por conseguinte, é somente o senhor e possuidor desses direitos¹⁴⁹. (Grifou-se)

Por isso, apesar de sua natureza fática, é possível — e tecnicamente adequado — falar em titularidade do poder de controle. Com efeito, a titularidade jurídica não se limita a direitos subjetivos expressamente reconhecidos pela norma, mas abrange toda relação de pertença, posse ou dominação.

Antes de prosseguir, faz-se uma breve síntese necessária das discussões até aqui desenvolvidas, das quais decorrem duas conclusões preliminares.

A primeira é que o grupo não pode ser considerado acionista controlador, uma vez que não é sujeito de direito. Por isso, para fins de aplicação do art. 116 da Lei das S.A., cada acionista integrante do grupo deve ser considerado acionista controlador, pois é titular de direitos de sócio decorrentes das ações que possui, os quais lhe permitem exercer o poder de controle de forma permanente e efetiva de forma coletiva.

A segunda conclusão, por sua vez, é que a titularidade do poder de controle — e aqui é importante reforçar que se trata de algo distinto da titularidade dos direitos de sócio — não pertence isoladamente a nenhum desses acionistas. Cabe, então, analisar se o próprio grupo poderia ser considerado titular desse poder.

¹⁴⁹ COMPARATO, Fábio Konder. Titularidade do poder de controle e a responsabilidade pela concessão abusiva de crédito. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 70.

Avançando no exame do tema, como o grupo não é sujeito de direito, também não pode ser titular do poder de controle¹⁵⁰. Como bem observa José Alexandre Tavares Guerreiro, em parecer apresentado no âmbito do REsp 1.837.538/SP no Superior Tribunal de Justiça (“STJ”), conhecido como caso Usiminas, o grupo não pode ser titular do poder de controle pelas seguintes razões:

Primeiramente, o grupo de controle não adquire titularidade sobre as ações que conferem aos signatários do acordo de acionistas a possibilidade de dirigir as atividades sociais; são os acionistas que permanecem exercendo os direitos de sócios, valendo-se dos poderes políticos que as ações conferem. Ademais, o grupo de controle não é responsável pelo exercício do poder de controle; ocorrendo abuso do poder de controle, não pode ser proposta ação de responsabilidade contra o grupo, senão contra todos os acionistas que integram o grupo de controle e que respondem solidariamente por atos ilegais (art. 942 do Código Civil). Além disso, o grupo não é titular de ações e não pode nem adquirir nem alienar ações, porque não é titular de patrimônio próprio. O grupo de controle, nessa medida, não constitui um sujeito de direito, pois não detém nenhum direito nem é destinatário de nenhuma obrigação.¹⁵¹ (Grifou-se)

Considerando tais fundamentos, como nem os acionistas individualmente, nem o grupo pode ser titular do poder de controle, a saída teórica é compreender que a titularidade do poder é da comunhão. Tal como propõe Luiz Gastão Paes de Barros Leães, há cotitularidade sobre uma mesma relação de domínio — no caso, o poder de controle — à semelhança do que ocorre no condomínio, em que um bem indivisível pertence simultaneamente a mais de um titular, como bem exposto pelo autor:

No controle comum ou compartilhado, os integrantes do grupo dominante exercem, em conjunto, de forma coletiva, as prerrogativas e as responsabilidades que incumbem ao acionista controlador. Ou seja, as pessoas que constituem a coletividade, agem e respondem como se fossem uma única pessoa, sem que cada uma, isoladamente, pudesse ser caracterizada, por si só, como acionista controlador. À semelhança do condomínio, a senhoria universal sobre o bem denominado “controle” pertence simultaneamente a mais de um dominus. Não se reconhece aos co-controladores a plenitude dominial sobre uma parcela do bem, na medida em que todos os titulares têm direito qualitativamente iguais sobre a

¹⁵⁰ “A rigor, todas as relações jurídicas são formadas por situações jurídicas subjetivas, centros de interesse juridicamente protegidos, cujos titulares são os sujeitos de direito. O direito subjetivo nada mais é do que uma espécie importantíssima de situação jurídica subjetiva e, como tal, deve ser associado necessariamente à noção de interesse e de titularidade.” (TEPEDINO, Gustavo; MONTEIRO FILHO, Carlos Edison do Rêgo; RENTERIA, Pablo. *Fundamentos do direito civil: direitos reais*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. (Fundamentos do direito civil; v. 5), p. 2).

¹⁵¹ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Parecer jurídico constante nos autos do REsp 1837538/SP no STJ*. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1737.

totalidade. Daí que o art. 116 da Lei Acionária, ao reconhecer como categoria jurídica formal, conceitua o acionista controlador, usando a expressão *no singular*¹⁵². (Grifou-se)

Nessa linha, é possível afirmar que, no caso do comando compartilhado — exercido conjuntamente pelos acionistas — nenhum deles detém, isoladamente, a hegemonia do comando da sociedade, justamente por se tratar de algo indivisível. Deve-se falar, portanto, em controle compartilhado quanto à sua composição, já que os cocontroladores precisam atuar em consenso; o controle, porém, permanece único, resultante da convergência da vontade comum. Vale aqui transcrever passagem de Arnoldo Wald:

Ou seja: no fundo, não existe, em boa técnica, controle compartilhado, pois o controle, a hegemonia no comando da empresa, não é divisível. O que é partilhado é a participação no grupo que comanda a empresa, mas não o controle, que pertence ao conjunto dos seus integrantes e não pode ser exercido por qualquer um deles isoladamente.

[...]

Em boa técnica, dever-se-ia falar do comando partilhado na sua composição, em virtude da necessidade de se estabelecer um consenso entre os chamados cocontroladores, mas de controle único, que decorre da manifestação do acordo da vontade dos acionistas que compõem o grupo de controle¹⁵³.

Conclui-se que, no grupo de controle cada acionista não teria a titularidade do poder. O que, no entanto, não significa que o grupo seja o verdadeiro titular. O que haveria, de fato, é uma cotitularidade do poder entre os integrantes do grupo na qualidade de cocontroladores em comunhão¹⁵⁴, considerando que o poder de controle, por sua natureza, é indivisível.

¹⁵² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Restrições e transferências de ações e alteração do poder de controle. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 153-154, p. 290, jan./jul. 2010.

¹⁵³ E prossegue: “Como já salientamos, são relativamente poucos os estudos específicos sobre o regime da sociedade sob controle partilhado, especialmente no direito administrativo – o que se explica pelo fato de se tratar de situações que somente se desenvolveram recentemente. Mas há uma doutrina mansa e pacífica no sentido de reconhecer não só a unicidade e indivisibilidade do controle como também o fato de que, caracterizado como uma hegemonia, só pode pertencer a um único sujeito, independentemente de pessoas físicas ou jurídicas, manifestando-se como uma unidade, devendo ser reconhecido como sendo o controlador da empresa.” (WALD, Arnoldo. O Controle Partilhado e o Direito Administrativo. In: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.). *Temas de direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 387).

¹⁵⁴ O termo comunhão, mencionado no presente trabalho, tem o sentido de titularidade conjunta de um mesmo direito por duas ou mais pessoas. Trata-se de uma relação de cotitularidade, em que os envolvidos compartilham direitos sobre algo indivisível, sem que cada um tenha domínio exclusivo.

Logo, isso não significa que os acionistas deixem de ser considerados controladores para fins do art. 116 da Lei das S.A. Ao contrário: cada pessoa que integra esse grupo, por ser titular de ações e signatária do acordo de controle, responde individualmente, pois mantém o *status*¹⁵⁵ de acionista controlador, mesmo quando o controle é exercido de forma compartilhada, tema que será abordado a seguir.

2.3. A posição de acionista controlador dentro do grupo

Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira, ao se referirem ao fenômeno do controle na companhia, observam que nas companhias e nos mercados de ações – de duas classes de acionistas: o acionista empresário, detentor do poder de controle ou membro do grupo controlador, que exerce toda a função empresarial, e o acionista-aplicador de capital de risco, que exerce apenas uma subfunção empresarial¹⁵⁶.

Dessa referência se extrai a atribuição do *status* de acionista empresário, ou de controlador, ao controlador único (detentor do poder de controle) ou ao membro do grupo de controle e, não, ao próprio grupo. O termo *status* foi utilizado por Alfredo Lamy Filho em parecer:

Essa contribuição, estabelecida no contrato de constituição da sociedade, define a posição do sócio, seja quanto aos deveres e obrigações que assume para com a sociedade, ou para com terceiros (econômicos ou políticos, isto é, participação nos lucros e na administração) que lhe assistem. Esse “*status*” jurídico só é alterável com a concordância de seu titular, que, nas chamadas “sociedades de pessoas”, se traduz na alteração do contrato social assinada por todos os sócios: mera aplicação do “*pacta sunt servanda*”¹⁵⁷. (Grifou-se)

¹⁵⁵ “Em sentido estrito, a qualidade de sócio não é um *statuts*, mas uma qualidade jurídica, no entanto, num sentido mais amplo, é admissível afirmar que se cuida de um estado, de modo a então legitimar o emprego do termo que se popularizou: *statuts socii*.” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, p. 65).

¹⁵⁶ Partindo dessa constatação, pode-se concluir que os autores consideram que cada membro do grupo, individualmente, exerce a função empresarial. (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 3. ed. vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 67).

¹⁵⁷ LAMY FILHO, Alfredo. Desdobramento de Ações. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 2. ed. vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 67.

Sem adentrar na discussão sobre o regime de responsabilidades dos acionistas controladores no interior do grupo, o que importa é compreender que o bloco de controle — isto é, o conjunto de ações com direito a voto que garante, de forma permanente, a maioria nas deliberações sociais e o poder de eleger a maior parte dos administradores —, no caso do controle conjunto, pode ter dois ou mais sujeitos juridicamente independentes entre si¹⁵⁸.

Por conseguinte, apesar da pluralidade de sujeitos, cada membro do grupo controlador age de forma individual, tanto no processo decisório interno quanto na implementação externa das diretrizes definidas em conjunto, especialmente nas assembleias gerais da companhia, exercendo seus direitos e prerrogativas dentro de sua própria esfera jurídica. Assim, a unidade do controle, garantida pelos vínculos obrigacionais entre os integrantes do grupo, é formada e implementada por meio de atos individuais¹⁵⁹.

Nesse caminho, Modesto Carvalhosa esclarece que “no caso de controle conjunto ou compartilhado, todos os integrantes do grupo controlador são individualmente considerados acionistas controladores, cabendo a cada um deles os mesmos deveres e responsabilidades do acionista controlador individual”^{160/161}.

Isso porque, como se viu no Capítulo 1, a identificação de quem exerce o poder de controle é fundamental para a atribuição dos direitos, deveres e responsabilidades próprios do acionista controlador, nos termos dos dispositivos

¹⁵⁸ “Acionista controlador pode ser uma só pessoa natural ou jurídica, ou um grupo de pessoas. Nesse último caso, distintas individualidade cada uma delas, deverão estar ligadas por liames contratuais que objetivem um sentido de voto comum, o que constitui uma das variantes possíveis do acordo de acionistas, previsto no art. 118.” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. v. I e II. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 295).

¹⁵⁹ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 156.

¹⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto. Acordo de investimento e associação. Exercício de opção de venda de ações. Controle compartilhado. Inocorrência de alienação do poder de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. M.; AZEVEDO, Luís André N. de M. (coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 37.

¹⁶¹ Para reforçar esse entendimento, vale citar José Edwaldo Tavares Borba, no sentido de que “[q]uando várias pessoas exercem, em conjunto, o controle, todas serão consideradas controladoras e terão idênticas responsabilidades” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 20. ed. São Paulo: Atlas, 2024, p. 271).

legais mencionados. E, considerando que a responsabilização pressupõe a condição de sujeito de direito — o que não se reconhece ao grupo de controle enquanto tal —, não é o grupo, mas sim seus integrantes individualmente, que podem ser responsabilizados pelas deliberações tomadas.

Como o grupo de controle não pode ser considerado um sujeito de direito autônomo, dotado de competências jurídicas próprias, não lhe podem ser atribuídos deveres ou responsabilidades legais. Para assegurar a coerência do sistema normativo e a eficácia das normas que regulam o exercício do controle, é necessário que cada integrante do grupo, desde que devidamente caracterizado, seja reconhecido para todos os fins como acionista controlador, assumindo individualmente os poderes e encargos inerentes a essa posição¹⁶².

Essa atribuição individual do *status* de acionista controlador é compatível com essa constatação e, mais do que isso, é necessária para que se possa aplicar, no contexto do controle conjunto, toda a disciplina legal pertinente ao acionista controlador — como o dever de buscar o cumprimento do objeto e da função social da companhia (parágrafo único do art. 116), a vedação ao voto em conflito de interesses (art. 115) e o regime de responsabilização por abuso de poder (art. 117) da Lei das S.A. Essa ideia foi bem exposta por Laura Patella abaixo:

Se a condição de acionista controlador não for atribuída a cada membro do grupo de controle, se chegaria a um insolúvel impasse, uma vez que tampouco ao grupo, enquanto ente coletivo despersonalizado, se poderia imputar essa condição. Logo, em prol da coerência do sistema, e visando garantir a sua aplicabilidade ao controle conjunto, preservando sua estrutura e objetivos, justifica-se a tese de que o controle é um só, sendo, no controle conjunto, formado por múltiplos acionistas, titulares do *status* de controladores¹⁶³.

¹⁶² “A vinculação voluntária a uma estrutura de controle conjunto, nos termos da lei, implica na assunção consciente tanto dos poderes que, ao final e de forma conjunta, serão exercidos pelo grupo, sendo gozados por todos os seus membros; como dos deveres decorrentes da posição de controle. Não sendo possível considerar o grupo como um centro de imputação autônomo, titular de competências jurídicas (ativas e passivas), assim como de direitos, deveres e obrigações; para que se garanta a coerência do sistema da lei e o atingimento de seus objetivos se deverá atribuir a cada membro do grupo controlador — rigorosamente caracterizado — a qualidade de acionista controlador, para todos os fins e efeitos.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 182).

¹⁶³ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 185.

Esse *status* de acionista controlador dentro do grupo, referido por Laura Patella, evidencia a finalidade da lei em atribuir deveres e responsabilidades a cada um de seus integrantes. As regras relativas ao acionista controlador devem ser aplicadas individualmente a todos os membros, enquanto a disciplina voltada ao exercício do controle incide sobre o grupo como um todo — como se verá mais adiante.

Considerando que, pela natureza plurilateral dos acordos de controle, é possível, conforme suas próprias regras, o ingresso e a saída de acionistas no grupo controlador, essa dinâmica altera o *status* dos seus integrantes, que podem adquirir ou perder a condição de acionista controlador, a depender da sua vinculação — ou não — ao acordo. Essa distinção entre o poder de controle e o *status* jurídico de controlador será central para a proposta deste trabalho.

Capítulo 3. A obrigatoriedade de OPA por alienação de controle

3.1. O artigo 254-A da Lei das S.A.

O exercício do controle — isto é, a capacidade de determinar os rumos da companhia — pressupõe a aquisição do bloco de controle, ou seja, a propriedade do conjunto de ações que permite seu exercício. Esse bloco pode estar concentrado no patrimônio de um único indivíduo ou distribuído entre vários acionistas, vinculados por um acordo de controle que os obriga a exercer o poder de forma conjunta. A aquisição do bloco de controle pode ocorrer tanto de forma originária quanto derivada.

Como explicam Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira, a aquisição originária “resulta da formação, no patrimônio do acionista controlador, de bloco de controle que não existia – como universalidade – no patrimônio de outra pessoa.”¹⁶⁴, o que pode ocorrer pela formação de grupo controlador, constituição de sociedade *holding* ou quando um determinado acionista adquire mais ações suficientes para prevalecer nas assembleias. Por outro lado, “a aquisição derivada do poder de controle pressupõe sua transferência por pessoa que o detenha, e como o controle é poder de fato fundado no bloco de controle, sua transferência entre pessoas pressupõe a transmissão da propriedade do conjunto de ações, que é a fonte desse poder”¹⁶⁵.

Assim sendo, a aquisição, transferência e perda do poder de controle não são, em si, negócios jurídicos, mas eventos definidos pela lei devido à sua relevância para a organização jurídica da companhia, servindo de base para normas

¹⁶⁴ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 601.

¹⁶⁵ Ainda, explicam os autores que pode ocorrer também a perda do poder de controle na companhia sem que haja um negócio jurídico direto, como uma compra ou transferência de ações. Por exemplo, imagine um acionista que controla a companhia, mesmo tendo menos da metade das ações, porque os outros acionistas estão dispersos e não formam um grupo unido. Se esses outros acionistas se organizarem e juntarem suas ações para formar um bloco de controle, o acionista original pode perder o controle, mesmo sem transferir nenhuma de suas ações. (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 602, p. 602).

de conduta aplicáveis às pessoas que ocupam posições jurídicas dentro dela, como a regra do art. 254-A que condiciona a validade do contrato de alienação do bloco de ações que assegura o exercício do poder de controle à realização, pelo adquirente, de oferta pública de aquisição das ações com direito a voto pertencentes aos demais acionistas minoritários¹⁶⁶.

Isso porque, quando o bloco de controle é adquirido, o mercado costuma atribuir a ele um valor superior à mera soma do valor individual das ações que o compõem. Afinal, além do valor das ações isoladas, o bloco confere ao seu titular o poder de controlar a companhia. Ou seja, o valor adicional pago decorre do fato de que, reunidas, essas ações permitem nas palavras de Carlos Augusto da Silveira Lobo, “(...) influir decisivamente – mediante determinação das deliberações sociais e a escolha dos administradores”¹⁶⁷.

Veja-se, nesse ponto, a lição de Fábio Konder Comparato sobre a peculiaridade do poder de controle societário enquanto objeto de cessão. A alienação, por exemplo, de 51% das ações votantes, ainda que represente uma diferença quantitativa mínima em relação à cessão de 49%, implica a transferência de um bem de natureza distinta: o poder de decidir e comandar a companhia:

No primeiro caso, aliena-se, com a maioria das ações votantes, o poder de decidir e comandar na sociedade, em última instância. Por isso mesmo, o preço unitário das ações cedidas, em tal caso, é muito diferente do que seria estipulado na segunda. Nesta última, leva-se em consideração, essencialmente, o valor de mercado das ações, a sua cotação bolsística e, secundariamente, o seu valor contábil. Ou seja, estima-se o valor dos títulos, considerados em si mesmos. No primeiro caso, ao contrário, o valor de Bolsa nem chega a ser levado em consideração pelas partes no negócio. A fixação do preço é feita em função do

¹⁶⁶ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, 602.

¹⁶⁷ Conforme explicado pelo autor, “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, fato 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 conseguido pelo controlador existente.” (LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1456).

patrimônio da companhia emitente, independentemente do seu valor contábil, em função do setor em que se desenvolve a atividade empresarial; isto é, avalia-se a empresa¹⁶⁸.

Sobre o assunto, Adolf Berle e Gardiner Means comentam o caso em que um grupo de acionistas majoritários da Loew Theatre Chain vendeu suas ações a William Fox por um preço muito superior ao valor de mercado. O preço elevado foi justificado justamente porque essas ações conferiam a quem as adquirisse o poder de tomar as decisões mais relevantes da companhia. Em outras palavras, não se compravam apenas ações, mas o controle da sociedade.

The case has not yet been finally disposed of. Yet, transactions for the sale of “control” are frequent in only of the individuals and groups concerned. In effect sale of “control” is a valuable piece of property to its holder, and so regarded; property which in equity belongs to others. And the law thus far has been unable to deal with the situation. And the law thus far has been unable to deal with the situation¹⁶⁹.

Ao discutir a natureza jurídica do controle, Rubens Requião o classifica como um bem imaterial, um valor autônomo que se agrega às ações e pode ser economicamente mensurado. Assim como o aviamento — que o direito italiano admite como objeto de lançamento contábil em consequência da venda da azienda —, o controle acionário também constitui, segundo o autor, um valor adicional, pois confere ao acionista “o poder acrescido de deliberação da sociedade”¹⁷⁰.

Portanto, a doutrina converge no sentido de que o controle de uma sociedade corresponde, normalmente, a um valor de mercado superior a simples soma dos valores das ações que o compõem, tendo em vista que “[o] bloco de ações representativo do controle significa um instrumento de poder, uma vez que, além do direito de participar da sociedade, traz consigo o comando da empresa; vem daí o sobrevalor que o acompanha”¹⁷¹.

¹⁶⁸ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 231.

¹⁶⁹ BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. With a new introduction by Murray L. Weidenbaum e Mark Jensen. 2. ed. Nova York: Routledge, 2017, p. 217. Ao analisarem a alienação do controle em grandes companhias norte-americanas, Berle e Means apontam que a posição de controle é valiosa por permitir ao seu detentor influenciar o destino de investimentos realizados por terceiros.

¹⁷⁰ REQUIÃO, Rubens. O controle e a proteção dos acionistas. *Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial*, vol. III, p. 1001–1016, dez. 2010, p. 5.

¹⁷¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 20. ed. São Paulo: Atlas, 2024, p. 201.

Nesses termos, o art. 254-A estabelece que, sempre que o acionista controlador pretender vender a terceiros as ações que lhe conferem o poder de controle, o adquirente dessas ações deverá se obrigar a realizar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas não controladores, por valor correspondente, no mínimo, a 80% do preço pago ao controlador alienante.

Trata-se de dispositivo que tem sido alvo de discussões, seja em relação ao seu histórico legislativo, seja quanto à sua finalidade, à forma de interpretação ou à configuração do seu tipo legal — pontos que serão analisados ao longo deste Capítulo 3.

3.2. Histórico legislativo

Na redação original do projeto de lei que deu origem à atual Lei das S.A., não havia qualquer menção a um instituto equivalente à referida regra. No entanto, como um dos objetivos centrais da elaboração da norma era a proteção aos acionistas minoritários¹⁷², o Congresso Nacional acrescentou ao projeto o art. 254 — conhecido como Emenda Lehmann —, instituindo a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações no caso de alienação de controle de companhia aberta¹⁷³.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira não receberam a regra, por entenderem que ela representaria uma indevida socialização do ágio

¹⁷² Na Exposição de Motivos nº 196, de 1976, “[a] mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem (...) o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.”

¹⁷³ A medida, no entanto, chegou a ser considerada um desestímulo à abertura de capital de companhias abertas. Como explicam Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, segundo os quais o art. 254 “não se mostrou imune a críticas, quer por remeter à alçada da CVM uma função altamente delicada, que não pode interferir com a liberdade das partes de fixação de preço nas alienações de controle, quer por tornar muitas vezes inviáveis essas alienações, prejudicando assim o ritmo dos negócios. Além disso, segundo se alegou, o art. 254 funcionaria como poderoso desestímulo à abertura das empresas, já que os requisitos aí previstos apenas se aplicam à alienação de controle de companhia aberta” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. v. I e II. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 736).

decorrente da alienação do controle, o qual deveria caber exclusivamente ao acionista controlador, por ser ele o titular das ações que compõem o bloco de controle¹⁷⁴. Prevaleceu, no entanto, a posição dos parlamentares que, sob o impacto da comoção gerada à época pelas operações de alienação de controle dos bancos comerciais, consideraram a medida indispensável para assegurar o “princípio da participação equitativa e patrimonial idêntica à do minoritário”¹⁷⁵.

O art. 254 da Lei das S.A.¹⁷⁶ previa a necessidade de autorização prévia da CVM para a realização do negócio de alienação de controle de companhia aberta, restringindo o seu tipo legal apenas às companhias cujos valores mobiliários de sua emissão estivessem admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão¹⁷⁷.

Pela redação do art. 254, pode-se extrair que: (i) o parágrafo 1º demonstra a preocupação da CVM em assegurar tratamento igualitário aos acionistas minoritários, impondo ao adquirente do controle a obrigação de realizar oferta pública para aquisição das ações desses acionistas, de forma simultânea e pelo mesmo preço pago ao controlador; (ii) o parágrafo 2º menciona “controladores” no plural, embora não seja claro se o legislador já antevia, com isso, a figura do

¹⁷⁴ Em manifestação enviada ao Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen em 8 de novembro de 1976, Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira afirmaram que o art. 254 “defini[ria] um novo direito dos acionistas de companhias abertas, incompatível com a natureza da sociedade anônima, que não diz respeito à participação nos resultados ou no acervo da própria sociedade, mas no preço pelo qual cada acionista vende ações de sua propriedade.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 3. ed. vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 288).

¹⁷⁵ De acordo com a justificação apresentada pelo então Senador da República Otto Lehmann à emenda que introduziu o art. 254 no texto do projeto legislativo.

¹⁷⁶ 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.

¹⁷⁷ “À época da promulgação da Lei das S.A., as companhias eram consideradas abertas ou fechadas conforme os valores mobiliários de sua emissão estivessem ou não admitidos a negociação em bolsa ou no mercado de balcão, sendo que somente os valores mobiliários de companhia registrada na CVM poderiam ser distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou no mercado de balcão (art. 4º da Lei das S.A., em sua redação original). O dispositivo foi alterado na reforma de 2001.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 273).

controle conjunto; e (iii) previa-se que a competência normativa sobre a alienação de controle caberia ao Conselho Monetário Nacional¹⁷⁸.

E, em 22 de dezembro de 1976 — poucos dias após a entrada em vigor da Lei das S.A. —, essa competência do CMN foi exercida com a promulgação da Resolução CMN nº 401/1976 (“Resolução CMN nº 401”)¹⁷⁹, que atribuiu à alienação de controle a forma de condição, suspensiva ou resolutiva, e restringiu seus destinatários apenas aos acionistas titulares de ações com direito de voto, conforme previsto em seu inciso I¹⁸⁰.

O inciso II também trouxe uma definição do negócio de alienação de controle, aproximando as noções de poder de controle e de acionista controlador, ao atribuir a este a condição de sujeito do negócio jurídico da alienação, bem como limita esse negócio à transferência do poder de controle¹⁸¹.

O inciso III, por sua vez, previa que a hipótese de alienação de controle conjunto, ao dispor que todas as pessoas que integram o grupo controlador devem participar do negócio de alienação, por meio da venda ou permuta, a um terceiro, do conjunto de ações de sua propriedade que lhes assegura o poder de controle da companhia¹⁸².

¹⁷⁸ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 273.

¹⁷⁹ BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 401, de 5 de fevereiro de 1976. Dispõe sobre a transferência do poder de controle mediante a venda ou permuta de ações. *Diário Oficial da União: seção I*, Brasília, DF, 6 fev. 1976.

¹⁸⁰ Resolução CMN nº 401. [...] I – A alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer, nos termos desta Resolução, oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar tratamento igualitário ao do acionista controlador.

¹⁸¹ Resolução CMN nº 401. [...] II – Entende-se por alienação do controle de companhia aberta, para efeito do disposto no art. 254, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e desta Resolução, o negócio pelo qual o acionista controlador (art. 116 da Lei nº 6.404), pessoa física ou jurídica, transfere o poder de controle da companhia mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

¹⁸² Resolução CMN nº 401 [...] III – Se o controle da companhia é exercido por grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, nos termos do art. 118 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ou sob controle comum, entende-se por alienação de controle o negócio pelo qual todas as pessoas que formam o grupo controlador transferem para terceiro o poder de controle da companhia, mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhes assegura, de modo

Segundo Laura Patella, embora a redação não deixe inteiramente claro, é possível extrair que a alienação de controle não exige a transferência da totalidade das ações pertencentes aos controladores, mas sim a alienação, por todos eles, de ações suficientes para viabilizar a transferência do controle do alienante ao adquirente^{183/184}.

A Resolução CMN nº 401 ainda previu, igualmente de forma inédita, a alienação de controle minoritário, em seu inciso IV¹⁸⁵, fruto de uma discussão doutrinária de controle minoritário e majoritário já discutida brevemente no Capítulo 1¹⁸⁶, sendo, inclusive, alvo de debates no âmbito da CVM¹⁸⁷.

Sob uma análise crítica de Laura Patella, a regulação infralegal então vigente — especialmente a Resolução CMN nº 401 — oferecia uma definição mais clara da alienação de controle conjunto. A norma conferia previsibilidade às operações realizadas pelo grupo controlador, tratando-o como um todo unitário e entendendo que havia transferência de poder sempre que houvesse sucessão desse

permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

¹⁸³ “A exegese do dispositivo sugere não ser necessária a alienação de todas as ações de propriedade dos controladores, mas a alienação, por todos os controladores, de ações suficientes para transferir o controle a um terceiro.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 275).

¹⁸⁴ Nesse mesmo sentido: “No regime original da Lei das S.A., conforme expresso nos incisos II e III da Resolução nº 401/1976, exigia-se, para a caracterização da alienação de controle, que o alienante transferisse o conjunto das ações de sua propriedade ao novo controlador. Vale dizer, o objeto do negócio eram ações suficientes, por si só, para conferir ao seu titular o poder de controle. Trata-se, sem dúvida, de orientação mais técnica e objetiva para a conceituação do negócio.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013).

¹⁸⁵ Resolução CMN nº 401. [...] IV – Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculada-das por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia.”

¹⁸⁶ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3. ed. rev. e ampl. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 261- 262.

¹⁸⁷ A própria CVM já apresentou divergências interpretativas sobre o tema, inclusive com posições antagônicas adotadas por seu Colegiado ao longo do tempo. Veja-se, por exemplo, o Processo CVM nº RJ 2005/4069 e o Processo CVM nº RJ 2009/1596.

sujeito coletivo por um terceiro adquirente, em linha com os pressupostos defendidos pela autora¹⁸⁸.

Apesar disso, a CVM — então recém-criada pela Lei nº 6.385/76¹⁸⁹, optou por desconsiderar as definições trazidas pela Resolução CMN nº 401, especialmente quanto ao conceito de alienação de controle conjunto, por considerá-la inadequada, sob o fundamento de que a norma vigente não abrangia certas situações que, em seu entendimento, estariam alinhadas aos objetivos do regime legal de proteção nas transferências de controle em companhias abertas¹⁹⁰.

A título de exemplo, no Parecer CVM/SJU nº 014/1984, as normas da Resolução do CMN foram tratadas como presunções de alienação de controle, em ocasião na qual a CVM entendeu que não importa se todos os antigos controladores participaram da operação ou se o bloco transferido, isoladamente, garante a maioria: basta que a soma das ações envolvidas assegure ao adquirente o poder de controle¹⁹¹.

Ainda, no âmbito do Parecer CVM/SJU nº 026/1990, afirmou-se que a CVM se investe de um dever funcional que a levará, em cada alienação de companhia aberta, a perquirir e identificar o real detentor e o eventual adquirente do controle,

¹⁸⁸ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 275 – 276.

¹⁸⁹ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 9 dez. 1976.

¹⁹⁰ No Parecer CVM/SJU nº 086, de 09.12.1982, afirmou-se que cabe à autarquia, na condição de responsável pela aplicação do então art. 254 da Lei nº 6.404/76, enquadrar os negócios que envolvam cessões de controle em companhias abertas, assegurando a proteção dos acionistas minoritários nas situações de transferência onerosa de poder. Sob o entendimento de que as hipóteses previstas na Resolução CMN nº 401/78 são meramente exemplificativas, a CVM adotou interpretação ampliativa do art. 254 da Lei das S.A., reconhecendo como alienação de controle a situação em que um dos integrantes de uma organização conjunta adquire a participação dos demais e passa à condição de controlador individual. A mesma conclusão foi repetida no Parecer CVM/SJU nº 66 de 06.11.1985.

¹⁹¹ “(...) pode-se entender demasiadamente restrita e exegese do inciso III da Resolução nº 401/76 que considere apenas ocorrente a alienação do controle quando todos os componentes do grupo controlador participam do negócio. Admitir-se tal interpretação, o comando legal poderia ser indevidamente elidido com o simples afastamento de um desses componentes, mesmo que detentor de parcela insignificante do conjunto de ações regulador a tutela dos acionistas minoritários incumbindo-lhe, no exercício pleno dessa atribuição, o exame minucioso e casuístico de cada operação, com o fim de identificar o real objetivo das partes” (Parecer CVM/SJU nº 014, de 09.02.1984).

não se limitando à máscara dos fatos, mas sim aos fenômenos reais que se desenrolam no mundo fático¹⁹².

Com isso, a CVM passou a adotar um tratamento mais casuístico, reservando-se o poder de impor a realização de oferta pública obrigatória sempre que identificasse a transferência onerosa do controle, cuja prerrogativa foi expressamente assegurada pela Instrução CVM nº 361/2002¹⁹³, mantida pela Resolução CVM nº 85/2022¹⁹⁴, e, posteriormente, pela Resolução CVM nº 215/2024¹⁹⁵.

Esse posicionamento institucional foi alvo de críticas, principalmente por José Bulhões Pedreira, pontuando que o CMN buscou definir o conceito de alienação de controle, a fim de evitar que dúvidas ou divergências de interpretação da lei que pudessem dificultar ou impedir a livre circulação das ações de controla das companhias abertas¹⁹⁶.

¹⁹² “No caso específico do artigo 254 da Lei n. 6.404/76, a CVM investe-se de um dever funcional que a levará, em cada alienação de companhia aberta, a perquirir e identificar o real detento e o eventual adquirente do controle para os efeitos da oferta pública, sem a necessidade de quaisquer considerações de fraude à lei ou abuso de direito. Não se compreenderia uma atitude do órgão regulador que fosse de mera apreciação das formalidades e que se detivesse na ‘máscara’ dos fatos, sem atentar para os fenômenos reais que se desenrolam no mundo fático.” (Parecer CVM/SJU nº 026, de 28.12.1990).

¹⁹³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002. Dispõe sobre ofertas públicas de aquisição de ações destinadas à aquisição de controle de companhia aberta. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 6 mar. 2002.

¹⁹⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 85, de 31 de março de 2022. Dispõe sobre ofertas públicas de aquisição de ações, nos termos da Lei nº 6.404/76. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 4 abr. 2022.

¹⁹⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 215, de 29 de outubro de 2024. Dispõe sobre as ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 30 out. 2024.

¹⁹⁶ “O princípio fundamental do império da lei na organização do Estado é incompatível com a ideia de que uma autoridade administrativa possa, validamente, descumprir regulamento expedido por outra autoridade competente, ainda que o pretexto de ilegalidade. Convencida dessa ilegalidade, cumpre-lhe representar à autoridade que expediu o regulamento ou recorrer a quem for competente para modificá-lo, nunca descumpri-lo. Acresce que a lei criou a CVM como órgão cujas atribuições são vinculadas à orientação fixada pelo Conselho Monetário Nacional e — com o fim de assegurar essa vinculação — incluiu o Presidente da autarquia entre os membros natos daquele Conselho. É inadmissível, portanto, que a CVM se atribua competência para descumprir atos do Conselho Monetário Nacional.” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Cessão de quotas de “holding” de companhia aberta. In: companhia aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 2. ed. vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 615 – 616).

De todo modo, em 2002, a Resolução CMN nº 401 foi revogada pela Resolução nº 2.927¹⁹⁷, editada no âmbito do Programa Nacional de Desburocratização e não passou mais a vigorar.

Além do mais, alguns anos depois, o art. 254 foi revogado pela Lei nº 9.457/97¹⁹⁸, cujo objetivo era reduzir os custos da operação para o adquirente do controle acionário e, assim, facilitar as privatizações durante a década de 1990. Essa mudança buscava viabilizar a implementação do Programa de Privatizações das Companhias Estatais e Sociedades de Economia Mista, um dos principais pilares da política macroeconômica conduzida pelo então Presidente da República, Fernando Henrique Cardoso^{199/200}.

Posteriormente, o dispositivo foi reintroduzido na Lei das S.A., através da Lei nº 10.303/01²⁰¹, em nova formulação, agora sob a forma do art. 254-A, que passou a vigorar com a seguinte nova redação:

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

¹⁹⁷ BRASIL. *Resolução nº 2.927, de 17 de janeiro de 2002*. Revoga resoluções sem função por decurso de prazo ou por regulamentação superveniente. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 18 jan. 2002.

¹⁹⁸ BRASIL. *Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997*. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 6 maio 1997.

¹⁹⁹ PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 93.

²⁰⁰ Por outro lado, de acordo com Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, a real motivação da supressão da obrigatoriedade da realização da OPA por alienação de controle foi facilitar a privatização das companhias submetidas a controle estatal, permitindo que o Governo Federal se apropriasse de todo o sobrepreço que seria pago na venda de tais companhias a investidores privados. (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 189 a 300*. vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 420).

²⁰¹ BRASIL. *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 1 nov. 2001.

valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o *caput*, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o *caput*.

§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

Portanto, pode-se extrair que, em relação à Resolução CMN nº 401: (i) a oferta pública continua sendo uma condição, suspensiva ou resolutiva, para realização do negócio; (ii) os destinatários continuam sendo os acionistas minoritários titulares de ações com direito a voto; (iii) o tratamento igualitário foi sucedido pelo chamado tratamento equitativo, na medida em que as ações dos não controladores são adquiridas mediante o procedimento de oferta pública por preço até vinte por cento menor que o pago às ações do controlador e não mais em condições iguais às ações do acionista controlador; e (iv) pressupõe-se como alienação de controle, em breve síntese, a transferência de ações integrantes do bloco de controle que venham a resultar na alienação de controle acionário da companhia.

A regra do art. 254-A retoma conceitos já presentes na revogada Resolução CMN nº 401, mas os reformula dentro de uma proposta mais aberta — talvez refletindo uma tentativa de amadurecimento institucional da CVM ou, simplesmente, uma opção legislativa por um modelo mais flexível, voltado à análise de casos concretos²⁰².

O problema, no entanto, é que essa abertura não veio acompanhada de critérios suficientemente claros, especialmente no que se refere à alienação de controle conjunto. A ausência de balizas normativas objetivas, somada à postura

²⁰² Carlos Augusto da Silveira Lobo por exemplo, explica que “[o]s textos, ao se referirem a ‘ações integrantes do bloco de controle’, de modo indeterminado, não permitem entender que somente a alienação do conjunto das ações integrantes do bloco de controle configura alienação de controle, como, com base no texto original do artigo 254, estabelecia o item II da Resolução nº 401 do Conselho Monetário Nacional.” (LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1468).

casuística adotada pela CVM, contribuiu para um cenário de insegurança jurídica, que se torna ainda mais sensível diante da complexidade crescente das estruturas de controle das companhias abertas brasileiras²⁰³.

3.3. Qual a finalidade do dispositivo?

Como já abordado, a regra da OPA obrigatória por alienação de controle — desde sua redação original até sua reintrodução com a reforma da Lei nº 10.303/2001 — teve como principal objetivo incentivar a aquisição de ações de companhias abertas nacionais e, com isso, fomentar o mercado de capitais brasileiro²⁰⁴. Inclusive alguns sustentam que a socialização do prêmio de controle — viabilizada pela obrigatoriedade da oferta pública — seria uma forma de atender a um interesse coletivo maior, ao assegurar à sociedade meios mais eficientes de capitalização²⁰⁵.

De maneira geral, toda a discussão legislativa esteve pautada, primordialmente, na existência de um mercado de alienações de controle em que os acionistas minoritários seriam frequentemente prejudicados por operações abusivas, destacando-se como exemplo as transferências de instituições financeiras

²⁰³ Esse é o posicionamento adotado por Laura Patella, extrai-se como exemplo trecho de sua obra no qual observa: “*Prima facie*, já se pode constatar o agravamento no distanciamento da redação do dispositivo legal em exame em relação aos casos de alienação de controle conjunto, tendo se proliferado os problemas para aplicação da nova regra às sempre mais frequentes e sofisticadas movimentações ocorridas nos grupos controladores das companhias abertas brasileiras.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 279).

²⁰⁴ Luiz Leonardo Cantidiano esclarece que, à época, o mercado acionário brasileiro não prosperava em razão da conjugação de dois fatores essenciais: a falta de uma cultura que levasse o público investidor a “aplicar sua poupança na aquisição de ações de emissão de companhias abertas”, e a existência de “diversas situações de expropriação indevida dos interesses dos investidores”. Assim, segundo o autor, a reforma de 2001 teve como objetivo “assegurar direitos mais efetivos aos investidores, com o propósito de estimular maior volume de aplicação da poupança popular na aquisição de ações” (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, pp. 9 – 10.).

²⁰⁵ Paulo Penna entende que “[q]uando às suas finalidades, não há dúvidas de que a OPA por alienação de controle tem por objetivo imediato proteger o interesse dos acionistas minoritários de companhias abertas, em contraposição à direito do acionista controlador de livremente dispor de suas ações, e como objetivo mediato propiciar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. [...] A lógica é que, com mais e melhores direitos, investidores estarão mais propensos a investir em companhias abertas, o que, por sua vez, estimulará novas companhias a abrirem o seu capital” (PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 70 – 71).

após 1967, que despertaram forte reação do mercado diante de iniquidades evidentes e valores até então incomuns^{206/207}.

Por isso, sensibilizado por uma tendência de proteção aos minoritários – intensificada, no nosso país, anos mais tarde –, o legislador teria entendido que, nas palavras de Roberta Nioac Prado, a finalidade maior atribuída à OPA seria a de “[g]arantir tratamento igualitário aos detentores de ações da mesma espécie e classe e criar condições para o desenvolvimento do mercado de capitais”²⁰⁸.

Nesse cenário surgiu o direito de venda conjunta na alienação do controle, classificável como direito de minoria, não obstante tenha destinatários específicos. A doutrina sempre se ocupou de justificar esse direito, pela elaboração de distintos fundamentos para a sua existência e manutenção. Como explica Nelson Eizirik,

Diversas razões fundamentam a obrigatoriedade de compartilhamento do ágio decorrente da venda do controle, como por exemplo, o fato de tal ágio refletir a valorização patrimonial da companhia, para a qual também contribuíram os acionistas minoritários ou o fato de que o valor de venda do controle inclui não apenas o poder de dirigir a companhia, mas os intangíveis e outros ativos que também pertencem aos acionistas minoritários, justificando-se, assim, que estes recebam ao menos parte do ágio apurado na operação de transferência de controle²⁰⁹.

O primeiro objetivo, já presente na redação original do art. 254, era conferir tratamento igualitário aos acionistas não controladores nos casos de alienação de controle. Esse tratamento pressupunha a compra de ações dos não controladores em

²⁰⁶ PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 151.

²⁰⁷ Ainda sobre o tema, José Bulhões Pedreira leciona que “[a] escassez de cartas-patentes de agências criada pela autoridade e a capacidade financeira dos bancos de pagar e absorver elevados preços pelo controle de outros bancos a serem incorporados levaram a que as ações integrantes de blocos de controle de bancos comerciais adquirissem, entre nós, valor unitário várias vezes superior ao das demais ações da mesma companhia bancária; e essa diferença de valor deu origem à idéia de que a lei deveria criar um mecanismo pelo qual os acionistas minoritários tivessem oportunidade de vender suas ações pelo mesmo preço das ações de controle.” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Alienação de controle e incorporação de instituição financeira*. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 2. ed. vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 658).

²⁰⁸ PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 107 – 108.

²⁰⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 784.

igualdade de condições em relação às ações do bloco de controle, tal qual ordenava esse dispositivo^{210/211}.

Essa concepção, no entanto, não se sustentou. Houve, no direito brasileiro, uma evolução dessa noção, que resultou no chamado tratamento equitativo — regime que admite o pagamento de sobrepreço exclusivamente aos controladores, em razão das funções, deveres e responsabilidades que lhes são atribuídos, buscando justificar o percentual de 80% do preço pago por ação vendida pelo controlador, previsto no novo art. 254-A²¹².

O contexto da reforma da Lei das S.A., promovida pela Lei nº 10.303/2001, teve como objetivo o aprimoramento e fortalecimento dos direitos dos acionistas minoritários e, nesse cenário, se restabeleceu o comando legal da OPA por alienação de controle. Essa foi a posição institucional adotada pela CVM à época da tramitação do projeto, conforme registrado, historicamente, por Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik:

Em favor da oferta pública com tratamento igualitário posicionou-se fortemente a CVM, sob o argumento de que tal medida constituiria boa prática de governança, melhor amparando os direitos das minorias acionárias, bem como estimulando novos investidores estrangeiros a aplicar seus recursos em nosso mercado de capitais. No ‘Projeto Kapaz’ propunha-se o tratamento igualitário por ocasião da alienação do controle acionário de companhia aberta, de tal sorte que o adquirente do controle seria obrigado a estender aos minoritários titulares de ações com direito de voto as mesmas condições oferecidas pelo bloco de controle²¹³.

²¹⁰ “De fato, a lei passa a assegurar-lhe tratamento igualitário no caso de alienação do controle (art. 254), o que configura verdadeiro direito do acionista a se exercer não perante a sociedade, mas perante terceiros.” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, v. 1 e 2. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 268). “A oferta obrigatória de aquisição das ações dos demais acionistas é o instrumento adotado para concretização do princípio do tratamento igualitário.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 294).

²¹¹ Essa é a finalidade que faz mais sentido na opinião de Roberta Nioac Prado: “Fiquemos por aqui com a posição do legislador, qual seja de que na OPA o prêmio pelo controle deve ser repartido entre o acionista controlador alienante e os demais acionista detentores de ações de mesma espécie e classe (atualmente oitenta por cento do valor). (PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 115).

²¹² PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 281.

²¹³ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Nova Lei das S/A*. São Paulo: Ed. Saraiva, 2002. p. 389.

Esse fundamento, contudo, é questionável, na medida em que, se realmente se pretendesse assegurar um tratamento igualitário ou equitativo, todos os acionistas da companhia deveriam ter a opção de participar da venda em caso de transferência do controle — e não apenas os titulares de ações da mesma espécie daquelas detidas pelo controlador, tendo em vista que a socialização do poder de controle não deveria discriminar seus beneficiários, protegendo apenas os detentores de ações com direito a voto, se a real intenção fosse, de fato, a proteção do interesse da sociedade^{214/215}.

Outra ordem de argumentos está fundada na noção de participações na mais valia do controle, ou de repartição do prêmio pagos pelas ações do controlador com os demais acionistas da companhia, no qual entende injustificável a apropriação, pelo controlador, de todo o sobrepreço pago pelo adquirente do controle, uma vez que este teria considerado um bem intangível pertencente à companhia e, portanto, a todos os seus acionistas²¹⁶.

Em primeiro lugar, o valor de controle não integra o patrimônio da companhia; seu surgimento, de fato, ocorre no patrimônio dos acionistas²¹⁷. Em segundo lugar, sua aceitação esbarra, mais uma vez, na injustificável partilha do

²¹⁴ “Essa relativização torna o fundamento questionável, pela dificuldade de se compreender o porquê de não serem todos os acionistas não controladores, titulares de ações com ou sem voto, tratados da mesma forma nos caso de alienação, sendo-lhes oportunizado tratamento igual ou equivalente.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 281).

²¹⁵ Outrossim, Calixto Salomão Filho entende que a limitação do prêmio de controle aos acionistas com direito a voto se justifica apenas quando há uma “direta contraprestação do direito de voto”. Isso ocorre, segundo o autor, quando o comprador paga a mais “pelo interesse de empregar capitais sob gestão alheia (no sentido de gestão empresarial e não meramente administrativa)”, mantendo a organização societária tal como está, com o objetivo de “maximizar tanto quanto possível os lucros” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 157).

²¹⁶ “Ou, em outras palavras, reconhecendo o valor econômico próprio do poder de controle, o legislador quis evitar que, em sua alienação, os controladores se apropriassem de todo este sobrepreço sem que aos minoritários fosse oferecida a oportunidade de terem suas ações compradas em idênticas condições e preço às daqueles.” (PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 109).

²¹⁷ A crítica a essa ideia foi feita em carta enviada ao Ministro da Fazenda na época da aprovação do art. 254, como já mencionado neste trabalho. Nas palavras de Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira, representaria uma “verdadeira comunhão dos acionistas em todas as ações do capital social”, tendo como consequência “eliminar característica fundamental do modelo de sociedade anônima, que explica seu sucesso como instrumento para associar milhares de acionistas à mesma empresa” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 3. ed. vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 288).

prêmio apenas com os titulares de ações com direito a voto, conforme prevê o ordenamento atual. E, se esse fosse realmente o objetivo da norma, tampouco se justificaria a permissão legal para que o controlador receba um valor 20% superior ao atribuído aos minoritários²¹⁸.

Outro fundamento da OPA, baseado nas noções de confiança e previsibilidade, parte do pressuposto de que os acionistas investiram na companhia em razão da confiança no controlador. Assim, sua substituição — e a possível mudança na condução dos negócios — justificaria o direito de os acionistas se retirarem mediante a venda de suas ações ao novo adquirente. Entende-se que, ao investir, o acionista levou em conta os atributos do controlador e sua capacidade de gestão, de modo que sua substituição frustraria uma espécie de condição implícita do investimento²¹⁹. É como expõe Nelson Eizirik:

[o] direito de saída pode ser justificado pelo fato de que os minoritários, ao decidirem investir em determinada companhia aberta, levam em consideração a pessoa do controlador, isto é, quem efetivamente conduz os negócios sociais. É a figura do controlador que os acionistas minoritários depositam sua confiança e, sob esse aspecto, trata-se de verdadeira relação *intuitu personae*. São as características pessoais do controlador que podem motivar a vinculação do investidor/ acionista minoritário à companhia. Assim, é razoável que, na mudança de controle, os minoritários tenham o direito de saída, caso não concordem em permanecerem associados a uma companhia com um novo acionista controlador²²⁰.

Sobre esse ponto, Laura Patella observa que a restrição quanto aos destinatários da oferta enfraquece o fundamento relacionado à proteção da confiança dos minoritários. Segundo a autora, não há justificativa plausível para

²¹⁸ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 282.

²¹⁹ No âmbito do Processo CVM nº RJ2009/1956, o Diretor Otavio Yazbek, em seu voto, afirmou que “[j]á quando se está tratando do regime da alienação do poder de controle, no art. 254-A da mesma Lei, se está regulando um outro tipo de realidade, com outras finalidades. Assim, o que se procurou, aqui, foi proteger o acionariado disperso a partir da criação de um instrumento próprio, que outorga, a este, a possibilidade de retirada em caso de mudança das condições sob as quais ingressou no quadro social (e que poderiam ficar prejudicadas em caso de alienação de controle)” (Processo CVM nº RJ2009/1956. Rel. Diretor Eliseu Martins. Julgado em 15.07.2009). Também, no Processo CVM nº 2007/7230, entendeu-se que “o próprio fundamento da OPA, a sua razão de ser, está no resguardo do direito dos acionistas não controladores de se retirarem de uma companhia que, uma vez controlada por pessoa diversa da que o fazia antes, já não representa seus interesses.” (Processo CVM nº 2007/7230 Rel. Diretor Eli Loria. Julgado em 11.07.2007).

²²⁰ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 189 a 300*. vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 416 – 417.

limitar o direito de saída apenas a determinados acionistas. Além do mais, outras formas de mudança no comando societário igualmente geram alterações relevantes na estrutura de poder e podem impactar a gestão da companhia, sem que a legislação preveja, nesses casos, qualquer mecanismo de desinvestimento aos demais acionistas²²¹.

O fundamento com base no direito de saída também é defendido por Erik Frederico Oioli, no sentido de que, independentemente de mudanças nos rumos da companhia ou de alteração de controle, a obrigatoriedade da OPA seria uma espécie de direito compensatório dos acionistas minoritários, como contrapartida ao modelo societário que confere amplos poderes ao controlador, em um contexto que exigia atrair recursos de terceiros, especialmente via mercado de capitais²²².

Outras sugestões de qual seria a finalidade do art. 254-A são apresentadas por Laura Patella²²³ e Guilherme Döring Cunha Pereira²²⁴, no qual sugerem que o verdadeiro propósito da regra reside na tentativa de promover efetivamente um

²²¹ “Novamente, a restrição sobre os destinatários da oferta põe em xeque esse fundamento, não se encontrando justificativa para essa limitação. Tampouco se justifica a oportunidade de saída apenas na alienação do controle, formatada nos termos da lei. Outras mudanças no controle, como formação de blocos pela celebração de acordos de acionistas, aquisição de ações por escalada em bolsa, e outros exemplos das chamadas aquisições originárias de controle provocam mudanças nas estruturas de poder, e quiçá variações na condução das atividades sociais, e a lei não previu, nesse caso, alternativas de desinvestimento.” [...] “Salvo se verificadas quaisquer das hipóteses do art. 137 da Lei das S.A.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 282 – 283).

²²² “Assim, entendeu o legislador que a potencial mudança nos rumos da atividade empresarial motivada pela alteração do poder de controle ensejaria o direito de o acionista com direito a voto que não pertença ao bloco de controle se retirar da sociedade, mediante a aceitação de OPA realizada pelo adquirente do controle, nas mesmas condições de preço da aquisição de controle (como previsto na redação original do art. 254 da Lei 6.404/76 e atualmente no regulamento do Novo Mercado) ou em percentual do preço pago ao acionista controlador por suas ações (atualmente 80%).” (OIOLI, Erik Frederico. Obrigatoriedade do tag along na aquisição de controle diluído. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 320).

²²³ Além disso, Laura Patella entende que, de forma indireta, a norma também buscaria mitigar a apropriação de benefícios particulares pelos controladores, em detrimento dos demais acionistas. (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 283 – 284).

²²⁴ Segundo Guilherme Döring Cunha Pereira, o *City Code on Takeovers and Mergers* inglês deu tratamento pioneiro às ofertas públicas para aquisição de controle de uma companhia fixando como ideia fundamental garantir as mesmas condições oferecidas ao alienante aos acionistas de classes idênticas. (PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 135).

tratamento equitativo entre acionistas titulares de ações da mesma espécie, por meio da extensão do prêmio de controle aos demais acionistas com direito de voto.

A aplicação da OPA apenas às companhias abertas enfraquece ainda mais alguns de seus fundamentos, que seriam até mais justificáveis no contexto das companhias fechadas²²⁵. Nestas, contudo, o direito de venda conjunta só existe se previsto no estatuto. O tratamento igualitário, o direito de se retirar diante da mudança nos rumos da empresa ou mesmo a alternativa de liquidez examinados acima seriam até mais defensáveis nas companhias fechadas, não sendo compatível com tais justificativas a limitação legal nesse sentido^{226/227}.

Diante de todas essas discussões, interessante posicionamento da CVM foi manifestado pelo voto do então diretor Marcos Pinto no âmbito do Processo CVM nº RJ2008/4156, no qual afirmou: “precisamos reconhecer que é muito difícil identificar um propósito claro para o art. 254-A”²²⁸.

Ainda, em parecer apresentado no REsp 1.837.538/SP, Fábio Ulhoa Coelho observa, com tom crítico, que a doutrina tenta justificar o art. 254-A com base em uma noção genérica de proteção ao minoritário, associada a supostos interesses

²²⁵ Luiz Leonardo Cantidiano aponta o seguinte: “Problema maior ocorre, no entanto, na companhia fechada, em que o acionista minoritário, se discordar da venda do controle, porque impedido de se socorrer dos mecanismos do mercado, fica impedido de se desfazer das suas ações. De fato, o acionista da companhia fechada mereceria muito mais a proteção da lei.” (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 34, p. 330-344, out./dez. 2006, p. 4). Ainda, Fábio Konder Comparato teceu as seguintes considerações críticas sobre este tema: “Por que prever a tutela dos acionistas minoritários apenas nas cessões de controle de companhias abertas, em que existe liberdade de circulação das ações no mercado de capitais? Não é, justamente, nas companhias fechadas que o minoritário, muito mais frequentemente, se encontra bloqueado, sem ter outro comprador para as suas ações senão o próprio controlador, que costuma oferecer, por elas, um preço vil?” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 272).

²²⁶ A discussão entre as diferentes finalidades do art. 254-A discutidas no presente trabalho pode ser encontrado em: PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 283 – 284.

²²⁷ Sobre a distinção entre companhias abertas e fechadas sobre a incidência da regra do 254-A, Paulo Penna explica que “a OPA obrigatória é aplicável somente às companhias abertas, o que, por sua vez, estimulará novas companhias abertas; os minoritários de companhias fechadas não têm direito ao *tag along*. Essa diferença de tratamento entre acionistas de companhias fechadas e abertas acentua a ligação da norma com o desenvolvimento do mercado de capitais” (PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 71).

²²⁸ Processo CVM nº RJ2008/4156. Rel. Diretor Sergio Weguelin Vieira. Julgado em 17.6.2008.

sociais, como a busca por formas mais eficientes de capitalização e a preservação das condições originais do investimento. Ignoram-se, porém, as limitações legais do dispositivo e parte-se da ideia de que a transferência de controle representa, por si só, um risco injustificado aos minoritários, os quais deveriam ser compensados com a socialização do prêmio de controle. Em razão disso, o autor propõe que o art. 254-A representaria uma oportunidade de negócio, conforme transcrito abaixo:

Na verdade, a obrigatoriedade de oferta pública implica apenas a criação, pela lei, de uma oportunidade de negócio para determinados acionistas que investiram no mercado de capitais. E, como mera oportunidade de negócio, abre-se exclusivamente aos que a lei considerou seus destinatários: os acionistas titulares de ações com direito a voto, emitidas por sociedades anônimas abertas.

Deste modo, quando a CVM ou o Poder Judiciário decidem acerca da necessidade, à luz do art. 254-A da LSA, de o adquirente de controle de companhia aberta promover a oferta pública de aquisição de ações com direito a voto, não estão assegurando nenhuma proteção a qualquer direito *ínsito* à condição de minoritário, que pudesse estar em risco no momento da transferência de controle. O que estão fazendo é, unicamente, assegurando a concretização de uma oportunidade de negócio que a lei brasileira entendeu por bem de abrir nesta ocasião a alguns dos sócios²²⁹. (Grifou-se)

Dessa forma, por se tratar de uma oportunidade de negócio, estar-se-ia caracterizada uma imposição do legislador. E, sendo uma imposição, o legislador, na ordem constitucional fundada na liberdade de iniciativa²³⁰, confere ao dispositivo legal clara natureza de regra excepcional, que deve, portanto, ser interpretada restritivamente²³¹.

Sobre as diferentes finalidades atribuídas ao art. 254-A, discute-se aqui determinadas questões relativas à regra e à sua aplicação, sobretudo quanto ao

²²⁹ A despeito da exposição, nota-se que a compreensão do art. 254-A como uma oportunidade de negócio reflete posicionamento específico do autor. Para melhor compreensão, remete-se à integralidade do parecer: ULHOA COELHO, Fábio. *Parecer jurídico constante nos autos do REsp 1837538/SP no STJ*. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1269 – 1273.

²³⁰ CRFB/88. Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: [...]

²³¹ ULHOA COELHO, Fábio. *Parecer jurídico constante nos autos do REsp 1837538/SP no STJ*. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1273.

caráter excepcional da norma²³². Ainda que a doutrina majoritária pareça caminhar no sentido de assegurar um tratamento igualitário aos acionistas minoritários, trata-se de um instituto que exige a observância de critérios específicos. Nesse sentido, são valiosas as lições de Alexandre Tavares Guerreiro:

Muitas vezes, no direito das sociedades, somos levados a indagar dos fundamentos que podem ser entrevistados quando ambas as realidades se colocam à nossa atenção: de um lado, a liberdade de movimentação e, de outro, as razões especiais que determinam, ou podem determinar, certas restrições a essa liberdade, na organização negocial em sentido lato²³³.

Sob uma perspectiva interpretativa restritiva da regra do art. 254-A, a tutela conferida aos acionistas não controladores com direito a voto limita-se, portanto, às hipóteses que atendam, de forma precisa, aos requisitos específicos previstos no dispositivo. Em outras palavras, não se trata de estender a obrigatoriedade de OPA a situações que não se enquadrem estritamente na regra em exame — como parece ser o entendimento tanto pela doutrina quanto pela jurisprudência.

Seguindo essa orientação, Gustavo Borba, à época diretor, reforçou o entendimento de que, na ausência de uma configuração inequívoca de alteração de controle, não cabe à CVM determinar a realização da OPA. Isso porque tal obrigação impõe restrições severas ao direito de propriedade do alienante, motivo pelo qual se impõe a adoção de uma interpretação estrita da norma²³⁴.

Consoante essa interpretação, Paulo Eduardo Penna observa que o art. 254-A trata-se de norma excepcional, posto que estabelece limitações ao direito de propriedade do alienante e, por isso, deve ser interpretado de forma estrita. Para o

²³² “Vale dizer, não é adequado, sob a égide de tal argumento, tentar promover esse tratamento igualitário em qualquer caso de variações no controle das companhias. Não é isso que diz a lei.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 285).

²³³ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Interpretação de preferências na lei de sociedades anônimas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 388.

²³⁴ “Acrescente-se, por fim, que, ausente a configuração clara da situação de alteração de controle, não deve a CVM determinar a realização da OPA, tendo em vista que tal obrigação impõe graves limitações ao direito de propriedade do alienante, o que impõe a adoção, nesse ambiente, de interpretação estrita da norma” (Processo CVM nº 19957.000115/2017-80. Rel. Diretor Gustavo Borba. Julgado em 24.10.2017).

autor, “havendo dúvida, não há como exigir a obrigatoriedade no lançamento da oferta pública de ações”^{235/236}.

Sobressai, ainda, o fato de que a negociabilidade constitui um dos atributos mais relevantes das ações de companhias abertas brasileiras, sendo expressamente garantida pela legislação societária vigente²³⁷. Apenas determinadas operações de compra e venda de ações caracterizam-se como alienação de controle e, nessas hipóteses, a lei impõe ao adquirente um ônus específico, voltado à proteção dos acionistas minoritários. Trata-se, portanto, de uma limitação excepcional à regra da livre transmissibilidade dos títulos. Vale ressaltar, conforme as lições de Trajano de Miranda Valverde:

A transmissibilidade das ações, e não a sua livre transmissibilidade é que constitui um dos característicos essenciais delas. Segue-se, pois, o corolário de que os estatutos podem impor certas restrições ou limitações à circulação das ações. É o que autoriza a lei.

[...]

Todas essas disposições, por sua natureza, devem ser restritamente interpretadas²³⁸.
(Grifou-se)

3.4. A diferença de interpretação entre o art. 254-A e o art. 116 da Lei das S.A.

²³⁵ “É evidente que essa apuração poderá não apontar resultados conclusivos, principalmente diante dos complexos sistemas de freios e contrapesos previstos nos sofisticados acordos de acionistas celebrados no âmbito das companhias abertas. Não sendo possível identificar a predominância do novo integrante do bloco de controle, não se deve impor a ele a obrigação de formular a OPA a posteriori. Lembre-se, a esse propósito, que, não obstante a ampla abrangência conferida ao art. 254-A da LSA à forma de se atingir a alienação de controle, trata-se de norma excepcional, posto que estabelece limitações ao direito de propriedade do alienante, e, portanto interpretação estrita. Em nosso entender, havendo dúvida, não há como exigir a obrigatoriedade no lançamento da oferta pública de ações.” (PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 114 – 115).

²³⁶ Nesse mesmo sentido, defende Nelson Cândido Motta: “A regra do art. 254, dado o seu caráter de excepcionalidade é, pois, matéria de interpretação estritíssima, não comportando nenhuma extensão analógica e nenhuma licença exegética.” (MOTTA, Nelson Cândido. *Alienação do poder de controle compartilhado*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 89, p. 42–46, jan./mar. 1993, p. 43 – 44.).

²³⁷ “A LSA somente contém limites à negociabilidade das ações da companhia aberta antes da integralização de 30% do preço de emissão (art. 29) e à negociação da companhia com as próprias ações” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 378).

²³⁸ VALVERDE, T. de M. *Sociedades por ações: comentários ao Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940*. vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1941, p. 209 – 210.

Como mencionado no início deste trabalho, Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira explicam que a expressão “controle” é ambígua, e pode ser empregada como poder de controle e bloco de controle, que são conceitos distintos. Enquanto a noção de poder de controle é tratada, por exemplo, nos artigos 116 e 243, § 2º, que definem, respectivamente, o acionista controlador e a sociedade controlada, a mesma expressão controle também pode se referir ao conjunto de ações que dá origem a esse poder, usualmente denominado bloco de controle que aparece, por exemplo, no artigo 254-A, ao tratar da alienação de controle em companhias abertas²³⁹.

No âmbito do Processo CVM nº RJ2005/4069, que tratou da reestruturação societária da Companhia Brasileira de Distribuição (Grupo Pão de Açúcar), em razão da implementação de um acordo de associação entre Abílio Diniz e o Grupo Casino, o então diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa fez os seguintes questionamentos:

Como se vê do art. 254-A, fala-se apenas em "alienação do controle", mas não se menciona o "acionista controlador" ou se faz referência ao art. 116. O que quer a lei com essa omissão aparente? Ela faz sentido? Essa omissão faz com que a disciplina da oferta pública do art. 254-A afaste-se da disciplina para a responsabilização do "acionista controlador"? Há justificativa para que a regra do art. 116 e 117 dirija-se a destinatários diferentes dos destinatários do art. 254-A²⁴⁰?

Na visão do relator, os dispositivos tratam de situações distintas e finalidades diversas. O art. 116, com o art. 117 da Lei das S.A., define quem é o acionista controlador e quais são seus deveres e responsabilidades, exigindo cumulativamente: a titularidade de direitos de sócio que assegurem o poder de controle (alínea “a”) e o exercício efetivo desse poder (alínea “b”). Já o art. 254-A segue uma lógica distinta, estando relacionado à quebra da estabilidade do quadro acionário²⁴¹.

²³⁹ Remete-se à leitura do primeiro parágrafo desta monografia, no qual a referida ambiguidade é analisada à luz da Lei das S.A., conforme explicitado pelos autores em LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 597 - 598.

²⁴⁰ Processo CVM nº RJ2005/4069. Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 11.04.2006.

²⁴¹ “Analisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que

Esse mesmo entendimento foi adotado pelo Otávio Yazbek, diretor na ocasião, em que reafirmou a distinção entre os regimes previstos nos arts. 116 e 254-A da Lei das S.A., alinhando-se à posição anteriormente defendida pelo ex-diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Em manifestação de voto proferido no âmbito do Processo CVM nº RJ2009/1956, destacou o seguinte:

Em suma, ao definir acionista controlador, o art. 116 da Lei das S.A. criou, fundamentalmente, um centro de imputação de direitos e deveres, permitindo a responsabilização daquele que abusa de sua posição dominante. Para fazê-lo com maior eficiência – e como desde sempre vem reconhecendo a doutrina – a lei adotou uma definição suficientemente ampla de acionista controlador, a fim de abranger não apenas os controles totalitário e majoritário, mas também o controle minoritário.

Já quando se está tratando do regime da alienação do poder de controle, no art. 254-A da mesma Lei, se está regulando um outro tipo de realidade, com outras finalidades. Assim, o que se procurou, aqui, foi proteger o acionariado disperso a partir da criação de um instrumento próprio, que outorga, a este, a possibilidade de retirada em caso de mudança das condições sob as quais ingressou no quadro social (e que poderiam ficar prejudicadas em caso de alienação de controle)²⁴².

Na doutrina, Calixto Salomão Filho, em nota à obra de Fábio Konder Comparato, explica que as definições de hipóteses legais de incidência estão vinculadas à disciplina sob uma perspectiva funcional e, por essa razão, o conceito de controle previsto no art. 116 serve à atribuição de deveres e responsabilidades aos controladores. Diferente é, no entanto, a concepção de controle quando a disciplina normativa busca a consolidação de uma posição jurídica — como ocorre,

um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. [...] Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. Ele pretende conferir a possibilidade de uma 'compensação' à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada.” (Processo CVM nº RJ2005/4069. Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 11.04.2006).

²⁴² Voto do ex-Diretor Otávio Yazbek no âmbito do Processo CVM nº RJ2009/1956. Rel. Diretor Eliseu Martins. Julgado em 15.07.2009. Vale ressaltar que seu posicionamento foi acompanhado pelo Diretor Eliseu Martins em seu voto. No mesmo sentido, manifestou-se o Diretor Eli Loria, ao afirmar que “[o] art. 116 tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que tal acionista assume. O art. 254-A, por outro lado, pretende conferir a possibilidade de uma ‘compensação’ à quebra de estabilidade do quadro acionário.” A ex-presidente Helena dos Santos Fernandes de Santana, por sua vez, não se posicionou expressamente sobre o tema, uma vez que concentrou sua análise na discussão relativa à aplicabilidade de lei estrangeira.

por exemplo, nas hipóteses de alienação de controle e de oferta pública de aquisição²⁴³.

José Alexandre Tavares Guerreiro discorda da separação dos conceitos previstos nos arts. 116 e 254-A da Lei das S.A., especialmente quando essa distinção é utilizada para afastar a incidência da OPA em hipóteses de controle minoritário. Ainda, ressalta que a aplicação do art. 254-A não deve prescindir da leitura conjunta do art. 116, uma vez que é plenamente possível que um acionista, mesmo detendo menos de 50% das ações com direito a voto, detenha e transmita o poder de controle. Na sua opinião, a legislação não consagra dois conceitos distintos e incomunicáveis de controle societário; ao contrário, o conceito previsto no art. 116 configura-se como noção normativa fundamental, a partir da qual deve ser interpretado o art. 254-A²⁴⁴.

²⁴³ Dada a complexidade do tema aqui abordado, remete-se à íntegra da opinião de Calixto Salomão Filho quanto à distinção entre os conceitos de controle previstos nos arts. 116 e 254-A da Lei das S.A. Observa-se que o autor recorre, inclusive, à antiga definição de estabilidade de poder prevista no art. 254-A, com referência à revogada Resolução CMN nº 401, a qual estabelecia critérios objetivos de permanência no controle — ainda que essa não seja a temática central desta monografia. Ver: “Definições de hipóteses legais de incidência ligam-se a disciplinas do ponto de vista funcional. Assim, em se tratando de definir o controle (*fattispecie* – art. 116), para atribuição de deveres e responsabilidades aos controladores (disciplina – art. 117), é fundamental adotar noção de controle tendo em conta a situação de fato. A maioria das hipóteses do art. 117, § 1º, refere-se a atos específicos ou atividade de duração determinada. Assim, podem ser convenientemente captados por definição que tenha em conta o controle momentâneo, de fato, ainda que, sendo minoritário, venha a mudar de mãos logo em seguida ao ato ou omissão lesiva. Diferente deve ser a concepção de controle quando a disciplina, para sua aplicação coerente, requer a consolidação de uma posição jurídica. Exemplo claro é a disciplina da alienação de controle e da oferta pública. Só há sentido em aplicá-la em relação a posições jurídicas que possam ser avaliadas como tal, inclusive do ponto de vista patrimonial. [...] Daí por que a disciplina de alienação de controle requerer a utilização tradicionalmente de definições estáveis de poder de controle, como posição jurídica. É o que ocorria na revogada Resolução CMN nº 401/76 que, mesmo admitindo o controle minoritário, fixava critérios de duração mínima do controle que garantissem um mínimo de estabilidade, exigindo no mínimo ‘a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia’ (art. IV da Resolução CMN nº 401/76).” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 59 – 60).

²⁴⁴ Para melhor compreensão da crítica de José Alexandre Tavares Guerreiro, segue trecho do posicionamento do qual ele discorda: “Já o artigo 254-A lidaria com realidade diversa. Seu objetivo seria o de conferir uma ‘compensação à quebra da estabilidade do quadro acionário’, e, para tanto, o controle seria tratado como um objeto de direito. Relevante, por conta disso, seria somente a alienação de valores mobiliários que garantissem a possibilidade de exercer controle majoritário, independentemente do efetivo exercício do controle. De acordo com esse precedente, condição suficiente e estritamente necessária para a obrigatoriedade da OPA seria a alienação de mais de 50% das ações com direito a voto. Respeita-se esse entendimento, mas dele se discorda. Não parece adequado considerar que (i) só há alienação de controle para os fins do art. 254-A se forem transferidas mais de 50% das ações com direito a voto; e que (ii) sempre que forem transferidas mais de 50% das ações com direito a voto, haverá alienação de controle.” (Grifou-se) (GUERREIRO,

Sem adentrar no mérito da alienação de controle minoritário — ainda que relevante e já enfrentada em precedentes da CVM, como no Processo CVM nº RJ2009/1956 — esse tema não será objeto de análise neste trabalho. Não se pretende aqui sustentar que basta a titularidade de ações prevista na alínea “a” do art. 116 para se configurar alienação de controle, tampouco adotar um critério rígido baseado na transferência de 50% mais 1 das ações com direito a voto ou recorrer às definições da revogada Resolução CMN nº 401.

O que se pretende sustentar é que os arts. 254-A e 116 trazem lógicas distintas e não devem ser tomados como parâmetro um do outro para aferir a ocorrência de alienação de controle — especialmente nos casos envolvendo controle conjunto. Nas palavras de Laura Patella,

Enquanto os temas do conflito de interesses e da responsabilidade, entre outros, estavam centrados na figura do *acionista controlador*, o tema da alienação se volta essencialmente para o *controle*. O controlador tem o dever de votar no interesse da companhia. O controlador responde pelos danos causados em decorrência do exercício abusivo de seus poderes. Mas é o controle que é alienado ou, mais precisamente, transferido²⁴⁵.

Em síntese, enquanto o art. 116 trata da qualificação do “acionista controlador”, o art. 254-A disciplina o próprio conceito de “controle”. Essa conclusão, extraída da discussão anteriormente exposta, encontra respaldo em voto proferido pelo ex-diretor Marcos Pinto, no âmbito do Processo CVM nº RJ2008/4156, no qual, ao fazer referência ao voto do Pedro Marcilio, constatou que:

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

José Alexandre Tavares. *Parecer jurídico constante nos autos do REsp 1837538/SP no STJ*. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1731). Ainda, complementa que “[d]eve-se considerar, por fim, que nada justificaria a abrangente redação do §1º do art. 254-A se o preceito normativo por ele veiculado fosse pura e simplesmente o de que alienação de controle seria conceito idêntico ao da alienação de mais de 50% das ações com direito a voto.” (fls. 1733).

²⁴⁵ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 294.

o acionista controlador para uma finalidade diversa, qual seja, responsabilizá-lo por abuso de poder²⁴⁶. (Grifou-se)

3.5. O negócio típico da alienação de controle

A alienação de controle foi introduzida na legislação nacional como negócio típico, isto é, como negócio que, para atingir sua finalidade e produzir seus efeitos, deve preencher os requisitos do tipo que faz parte. Tanto é assim que não é qualquer alienação de ações ou de controle que dá ensejo à aplicação do art. 254-A, somente a alienação do controle, de modo direto ou indireto de companhia aberta²⁴⁷. Como explica José Alexandre Tavares Guerreiro,

Os tipos, assim, apresentam-se como estruturas normativas fechadas, na medida em que limitam, no interior de cada qual, o exercício da autonomia da vontade, e têm-se por inválidas, variações voluntárias nos elementos essenciais do tipo. Evidentemente, o tipo admite variações voluntárias em seu interior, desde que tais variações não atinjam seus elementos essenciais. Nesse sentido, o tipo representa limite à autonomia privada, pois somente apresentará os efeitos próprios previstos para determinado tipo aquele negócio que encerra em sua estrutura os elementos essenciais do tipo de que se trata. Do contrário, esses efeitos não surgem, já que, a bem da verdade e do rigor tipológico, o negócio adequado determinado tipo não se configurou²⁴⁸.

O tipo legal da alienação de controle pressupõe a transferência (i) direta ou indireta^{249/250}; (ii) de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a

²⁴⁶ Processo CVM nº RJ2008/4156. Rel. Diretor Sergio Weguelin. Julgado em 17.06.2008.

²⁴⁷ O art. 254-A não é o único exemplo de negócio típico previsto pela Lei de Sociedades Anônimas. A título de exemplo, a custódia de ações fungíveis (art. 41), a emissão de debêntures (art. 52 e seguintes) e a convenção de grupo (art. 269, todos da Lei das S.A.) também são negócios típicos.

²⁴⁸ 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 e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 45, p. 207–223, jul./set. 2009, p. 2. Mais adiante Tavares Guerreiro menciona que: “Interessante destacar que essa condição, diferentemente do que acontece nos negócios em geral, apresenta-se aqui como elemento essencial do tipo ‘alienação de controle de companhia aberta’, pois é justamente ela que, em termos jurídicos, diferencia esse negócio da simples compra e venda de ações.” (p. 2).

²⁴⁹ “Caracteriza-se a alienação *direta* do controle quando o acionista controlador, ou grupo vinculado por acordo de acionistas, transfere o bloco de controle, ou seja, o montante de ações que lhe assegura o poder de controle, de sorte que o adquirente assumirá a posição de novo acionista controlador”. Já, a alienação indireta ocorre “mediante a alienação do controle acionário de sociedade controladora de companhia aberta.” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 395 – 401).

²⁵⁰ A alienação de controle indireto é exemplificada por Paulo Eduardo Penna, que a define como ocorrente “quando a sociedade holding (A) controla outra sociedade (B) que, por sua vez controla uma terceira companhia (C), a alienação do controle direito de A acarreta a alienação do controle indireto de B e C” (PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 126).

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; e (iii) que venha a resultar na alienação de controle acionário²⁵¹.

O poder, em si, não é objeto do negócio jurídico de alienação de controle²⁵². Essa dissociação entre a titularidade do poder de controle e a titularidade das ações é o elemento mais discutível para a aplicação do art. 254-A, especialmente nos casos de controle conjunto²⁵³. É como afirma Alfredo Lamy Filho:

Em conclusão: na sociedade anônima aberta, em geral, e, mesmo, em certas anônimas fechadas, a titularidade da maioria das ações com voto significa controle: metade das ações, mais uma, dá ao seu detentor o poder de alterar o estatuto, mudar a regra a que todos estão submetidos, eleger a maioria dos administradores, imprimir sua vontade na condução dos negócios sociais. Na “joint venture”, é tudo diverso: a titularidade da maioria do capital votante é irrelevante se o “quórum” das decisões é aumentado; os cargos administrativos são previamente partilhados entre os sócios, ninguém manda sozinho, ninguém controla. O empreendimento é comum, a gestão é comum, o controle é comum²⁵⁴.

A regulação infralegal sobre a alienação de controle foi estabelecida após a reforma de 2001 da Lei nº 6.385/76, por meio da qual a CVM passou a disciplinar,

²⁵¹ Essa é a questão central que permeia as discussões acerca da definição de alienação de controle conjunto: o poder em si não pode ser alienado; o que se transfere é o bloco de ações por meio do qual o controle é exercido. Laura Patella entende que “[t]eria sido mais adequado falar em alienação de ações resultante na transferência de controle, em razão da impropriedade técnico-jurídica da expressão *alienação de controle*, malgrado amplamente utilizada. De qualquer forma, a incidência do enunciado depende da efetiva transferência desses títulos, de alguém que seja o seu titular para alguém que passe a sê-lo.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 286).

²⁵² De acordo com Villela, “[o] poder de controle, embora seja sempre um valor, não é um bem jurídico autônomo, quando não se esteja considerando a hipótese de sua transferência. Ele é, fora daí, uma vantagem inerente ao bloco de ações que formam a maioria das que têm direito de voto, seja por titularidade própria, seja por acordo de acionistas. E, tal como no direito de propriedade, assegura vantagens e impõe deveres funcionais, mas não é uma coisa ou um bem jurídico estrito ou individual. Nem material, nem imaterial” (VILLELA, J. B. *Controle acionário: corpus et anima*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 28).

²⁵³ Laura Patella faz os seguintes questionamentos: “Como equacionar essa dissociação para verificar a existência do negócio típico da alienação de controle? Como compatibilizar a alienação de ações e a transferência do poder, nos casos de controle conjunto, com segurança e previsibilidade?” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 287).

²⁵⁴ LAMY FILHO, Alfredo. O poder de Controle na “Joint” Venture”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 2. ed. vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 186.

através da Instrução CVM nº 361/2002, o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações decorrentes da alienação de controle de companhia aberta^{255/256}.

Identifica-se duas inovações introduzidas pela referida instrução. A primeira é a ampliação da definição de acionista controlador, que passa a admitir, nos termos do art. 3º, inciso IV, a possibilidade de que o controle seja exercido por fundos ou universalidades de direitos. A segunda é a previsão da OPA por alienação de controle envolvendo todas as ações de emissão da companhia que confirmam direito de voto pleno e permanente, nos termos do art. 29 — qualificação que, por si só, já representa uma inovação normativa^{257/258}.

O §4º do art. 29 conceitua a alienação de controle como a operação, ou o conjunto de operações²⁵⁹, de alienação de valores mobiliários com direito a voto,

²⁵⁵ “A regulação infralegal sobre a alienação de controle de companhias abertas, no nosso ordenamento, detalhou e, em alguns pontos dilatou o *tipo* jurídico em exame.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 287).

²⁵⁶ Sobre o conceito de instrução, explicou o ex-Diretor Marcelo Trindade em seu voto: “antecipa a interpretação da lei pela CVM quanto a alguns pontos relevantes: (i) a alienação pode-se dar por operação isolada ou por um conjunto de operações, dificultando a fraude à lei pelo fracionamento do negócio de aquisição; (ii) a alienação tem que ser realizada por quem já seja, então, acionista controlador ou *por pessoa integrante do grupo de controle*; e (iii) a alienação tem que ser feita a um terceiro” (Processo CVM nº RJ2007/7230. Rel. Diretor Eli Loria. Julgado em 11.07.2007).

²⁵⁷ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 288.

²⁵⁸ Além disso, Fernando Albino Oliveira aponta que “[f]oram consideradas ações em circulação aquelas não detidas pelo acionista controlador e também por pessoas a ele vinculadas, administradores da companhia, e aquelas em tesouraria. Entendeu-se como pessoa vinculada aquela que atue representando o mesmo interesse do acionista controlador, o que confere certa dose de subjetividade à CVM na classificação, em uma dada oferta submetida à sua apreciação.” (OLIVEIRA, Fernando Albino. *A Alienação do controle societário na Lei das S/A In: SADDI, Jairo (coord.). Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 230).

²⁵⁹ A noção de operações sucessivas não está presente no art. 254-A da Lei das S.A., em sua atual redação. É razoável, no entanto, a sua previsão no regulamento da CVM sobre alienação de controle, buscando evitar o desvio da incidência do dever de realizar oferta pública pelo deferimento da operação no tempo. Essa regra, no entanto, é de difícil concreção, sobretudo por não terem sido estabelecidas balizas temporais para sua delimitação. Embora não guarde relação com o presente trabalho, vale um breve explicação de Roberta Nioac Prado em que “atualmente, havendo um nexo entre os diferentes negócios jurídicos, como a identidade dos participantes e a efetiva alteração do poder de controle, estará caracterizada a alienação de controle para fins de tratamento preceituado no art. 254-A da LSA de 1976 e, caso o alienante se recuse a efetivar a OPA *a posteriori*, o negócio como um todo será inválido, pois o que importa não são os atos realizados individualmente, mas o fim alcançado pela sucessão de atos como um todo.” (PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 202).

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 das S.A.

Extraí-se, portanto, que essa transferência pode, naturalmente, ocorrer por meio de operações sucessivas — hipótese conhecida como alienação em etapas. Nelson Eizirik, ao comentar o art. 29 da Instrução CVM nº 361/2002, em seu caput e parágrafos, destaca o seguinte:

Verifica-se pela leitura dos dispositivos supratranscritos, que o conceito de “alienação de controle” abrange não apenas a venda direta do conjunto das ações que compõem o bloco de controle, mas também os casos de alienação indireta do controle – [...] – e de alienação por etapas – aquela implementada por meio de uma sequência encadeada de operações que, ao longo de um período de tempo determinado, resultam na transferência do poder de controle sobre a companhia aberta²⁶⁰.

A ampliação do tipo legal fica consolidada pelo § 5º do mesmo art. 29, segundo o qual 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, privilegiando, de certa forma, o exame dos casos fáticos e ditar em cada um deles, quando há e quando não é alienação de controle, confirmando a tendência já apontada de condução dessa disciplina jurídica para o exame casuístico^{261/262}.

²⁶⁰ EIZIRIK, N. et al., Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 3ª ed. revista e ampliada – Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 612.

²⁶¹ A crítica à posição da CVM de privilegiar o exame casuístico em detrimento de uma opção legislativa mais objetiva sobre o conceito de alienação de controle é um dos pontos principais abordados por Laura Patella (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, 2015).

²⁶² Nelson Eizirik também apresenta críticas, já que não se trata de uma faculdade da autarquia, mas de imposição legal, pois afinal, decorre da lei, que inclusive conferiu concepção ampla à expressão “alienação de controle”. Além disso, adverte que tal interpretação criaria “situação de incerteza para os participantes do mercado, pois o órgão regulador está se auto-atribuindo o poder de decidir, caso a caso, quando deve ser realizada a oferta pública”, além de representar “uma espécie de válvula de escape para a CVM, de duvidosa legalidade” (EIZIRIK, Nelson. Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta. In: SADDI, Jairo (coord.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 242).

Essas mesmas regras foram mantidas na Resolução CVM nº 85, que revogou a instrução, e, posteriormente foi revogada pela Resolução CVM nº 215, que, por sua vez, não apresentou mudanças substanciais com relação aos conceitos aqui tratados.

A aplicação dos elementos do tipo jurídico de alienação de controle e, consequentemente, a incidência da obrigatoriedade de realização de OPA prevista no art. 254-A, revela-se especialmente complexa em situações de controle conjunto — por exemplo, quando um dos integrantes do grupo de controle aliena suas ações a um terceiro. É com essa questão que o presente trabalho pretende contribuir.

Capítulo 4. Considerações sobre a incidência de OPA e a alienação de ações por um dos acionistas do grupo de controle

4.1. Uma breve síntese dos elementos determinantes para a OPA

Para fins de análise da hipótese delimitada no presente trabalho, apresenta-se uma breve exposição dos elementos determinantes para a caracterização da obrigatoriedade de realização de oferta pública em razão da alienação de ações.

Ao conferir uma acepção abrangente à expressão “alienação de controle”, o §1º do referido dispositivo legal estabelece que tal alienação pode decorrer de quatro modalidades distintas de operações, a saber: transferência, direta ou indireta, de (i) ações integrantes do bloco de controle; (ii) ações vinculadas a acordos de acionistas; (iii) valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto; e (iv) direitos de subscrição de ações ou outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações. Em todos os casos, exige-se que da operação resulte a efetiva transferência do poder de controle para terceiros, configurando-se, assim, a alienação de controle acionário²⁶³.

Além do mais, Alfredo Lazzareschi esclarece que “[e]m linhas gerais, são elementos determinantes da obrigatoriedade da OPA do art. 254-A: (i) a efetiva transferência do controle acionário; (ii) a existência de público-alvo; e (iii) a onerosidade da operação”²⁶⁴.

Os elementos determinantes para a obrigatoriedade de OPA, conforme delineados na jurisprudência da CVM, podem ser sintetizados na formulação apresentada pelo Eli Loria, diretor à época, segunda a qual são três as características que impõem a realização de oferta nos termos do art. 254-A da Lei das S.A.: (i) que a titularidade do poder de controle seja transferida a pessoa diversa daquela que

²⁶³ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 189 a 300*. vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 423/424.

²⁶⁴ LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 618.

anteriormente o detinha; (ii) que o poder de controle seja permanente, isto é, que o lote de ações alienado permita ao adquirente exercer a gestão da companhia sem possibilidade de contraposição por outros acionistas; e (iii) que a transferência das ações integrantes do bloco de controle seja realizada a título oneroso, com ônus e bônus atribuídos tanto ao alienante quanto ao adquirente²⁶⁵.

E, ao se afirmar que um dos elementos para a incidência da OPA do art. 254-A é a onerosidade, está-se referindo, não necessariamente, ao pagamento de um prêmio. Como bem sintetizado no âmbito do Processo CVM nº RJ2009/1956, em voto do ex-diretor Eliseu Martins ao discernir sobre a incidência da OPA, observou-se que, em outras palavras, a OPA não depende do pagamento de um prêmio²⁶⁶.

Isso porque, como explica Paulo Eduardo Penna, há situações em que o preço das ações do bloco de controle pode ser igual ou até inferior ao valor econômico das ações. O autor observa, por exemplo, que a atribuição de um deságio pelo adquirente do controle pode sinalizar a existência de algum problema na companhia ainda não percebido pelo mercado, o que pode provocar queda no preço das ações. Nesse contexto, a OPA funcionaria como uma garantia de que o acionista minoritário receberá o mesmo tratamento conferido ao controlador alienante²⁶⁷.

A obrigatoriedade de OPA nos casos em que não há pagamento de prêmio de controle é tema de relevante discussão doutrinária²⁶⁸. Cabe destacar que o

²⁶⁵ Processo CVM nº RJ2009/1956. Rel. Diretor Eliseu Martins. Julgado em 15.07.2009.

²⁶⁶ “Tendo por base o disposto no art. 254-A da LSA e de acordo com os precedentes desta autarquia, são requisitos para a configuração da alienação que dá ensejo à necessidade de realização de OPA: (a) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa ou grupo diverso do anterior detentor do controle por meio de uma efetiva transferência de ações; e (b) que a transferência das ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, não sendo, contudo, imprescindível o pagamento de prêmio ou ágio.” (Grifou-se) (Processo CVM nº RJ2009/1956. Rel. Diretor Eliseu Martins. Julgado em 15.07.2009). Esse mesmo posicionamento já tinha sido manifestado pela CVM no âmbito do Parecer CVM/SJU/nº 79, de 01.08.1983.

²⁶⁷ PENNA, Paulo Eduardo. Alienação de controle de companhia aberta. Out. 2015. p. 23. Disponível em: <https://www.novotny.com.br/library/publicacoes/artigos/Alienacao%20de%20controle%20de%20companhia%20aberta.pdf>. Acesso em: 7 jul. 2025.

²⁶⁸ A título de exemplo dessa discussão, Roberta Nioac Prado defende que “há a necessidade do pagamento de prêmio, pois o cerne de todo o dispositivo que obriga à OPA *a posteriori* é determinar a divisão do prêmio de controle em igualdade entre todos os acionistas titulares de ações de mesma espécie e classe.” (Grifou-se) (PRADO, Roberta Nioac. Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 193). Por outro lado, outros autores defendem que

requisito da onerosidade é um elemento importante na análise da incidência da OPA, sobretudo porque a jurisprudência já enfrentou casos em que o valor elevado pago pelas ações foi considerado um forte indício da ocorrência de alienação de controle²⁶⁹. Ainda assim, esse elemento exige certas ponderações, que serão retomadas ao final deste Capítulo 4, como complemento aos argumentos desenvolvidos e reforço às conclusões apresentadas.

Portanto, ao se avançar para as considerações finais sobre o tema aqui tratado, a análise a seguir se dedicará a examinar a incidência da OPA, especificamente no que diz respeito à alienação de ações por um dos acionistas do grupo de controle. Para tanto, serão examinados os seguintes pontos: (i) transferência da titularidade do poder de controle; (ii) surgimento de um novo acionista controlador; (iii) acertos contratuais dentro do grupo; e (iv) a onerosidade da operação.

4.2. A transferência da titularidade do poder de controle

A titularidade do poder de controle pressupõe o domínio. Como assevera Fábio Konder Comparato, já mencionado no Capítulo 1, o controlador é o verdadeiro senhor do negócio (*dominus*), aquele que detém a capacidade de dispor da coisa, com autoridade plena sobre o destino dos ativos da companhia (*jus*

“[i]sto não significa, contudo, que, a oferta pública somente deva ser realizada nas hipóteses em que o preço pago pela aquisição do controle contenha ágio em relação ao valor de mercado das ações emitidas pela Companhia, visto que a existência de ágio não foi prevista no artigo 254-A como pressuposto para a obrigatoriedade da OPA.” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 794 – 795).

²⁶⁹ O Min. Antonio Carlos Ferreira, ao proferir o voto de desempate no caso Usiminas, aderindo ao voto divergente do Min. Moura Ribeiro, destacou a relevância do pagamento de ágio como indício da transferência do poder de controle. Nessa ocasião, afirmou: “Sob outro enfoque, ainda que o ágio pago na operação não seja elemento bastante para se afirmar a transferência do poder administrativo, o fato de as embargadas adquirem ações do grupo controlador por um valor muito acima do mercado – quase o dobro, registre-se – é componente indiciário de que o Grupo Ternium não pretendia apenas substituir o dueto Votorantim/Camargo Corrêa na mesma posição dentro do bloco controlador, senão efetivamente assumir a liderança na direção da empresa, ainda que escamoteada por critérios técnicos que, em princípio, poderiam sugerir a mera participação paritária ao lado do Grupo Nippon, mas que não resistem à análise mais aprofundada dos fatos.” (*REsp* 1837538/SP, no STJ. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 6133).

abutendi)²⁷⁰. Em outra obra, referida no Capítulo 2, o autor reforça que a titularidade não se reduz a uma fonte formal de direito, mas representa a apropriação legítima do direito por um sujeito determinado. Titular, ou possuidor legítimo, é quem detém o poder de exercer o direito — é, em essência, a pessoa a quem o direito pertence²⁷¹.

Como já visto, no controle conjunto, a titularidade do poder não pertence ao grupo em si, pois este não pode, nem deve, ser o titular. Os acionistas que compõem o grupo são, individualmente, cotitulares, exercendo o controle em comunhão, na qualidade de cocontroladores. Nenhum deles é titular do poder como um todo, que, por sua vez, é indivisível²⁷².

Nesse sentido, o acionista integrante de um grupo não detém esse domínio, pois, como já se viu, evidentemente não é titular do poder de controle o acionista que dependa do voto de outros acionistas para fazer valer a vontade nas assembleias gerais. O acionista que se encontra nessa posição, ainda que faça parte do grupo, não é titular do poder de controle²⁷³.

A esse respeito, vale ressaltar que a alienação do controle acionário de uma companhia aberta, sobre o qual deve incidir a regra prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., tem por objeto não a simples cessão de um bloco de ações, mas sim a

²⁷⁰ Remete-se à integralidade do que já foi desenvolvido no Capítulo 1, sobre a qualificação jurídica do poder de controle. Veja-se, a esse respeito, a obra de Fábio Konder Comparato: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 103 – 104.

²⁷¹ Remete-se, mais uma vez, ao que foi desenvolvido no Capítulo 2 acerca do conceito de titularidade. Para melhor compreensão, é oportuno citar novamente a obra de Fábio Konder Comparato: COMPARATO, Fábio Konder. *A titularidade do poder de controle e responsabilidade pela concessão abusiva de crédito*. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 70.

²⁷² Sem prejuízo do que já foi desenvolvido ao longo deste trabalho — ainda que se repita —, é importante reforçar que o grupo, por si só, não constitui sujeito de direito, não podendo, portanto, ser considerado acionista controlador, tampouco titular do poder de controle. Para melhor compreensão, remete-se ao que foi exposto no Capítulo 2.

²⁷³ MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 89, p. 42–46, jan./mar. 1993, p. 42. Nelson Cândido Motta complementa no sentido de que “as transferências realizadas entre sócio, no âmbito do grupo controlador, não alteram a titularidade do poder de controle frente à sociedade e não afetam as relações entre a maioria e a minoria na *assembleia* geral.” (p. 45).

transferência do próprio poder de dominação sobre a atividade empresarial exercida pela sociedade^{274/275}.

Modesto Carvalhosa faz menção à expressão “posição dominante”²⁷⁶ na companhia, afirmando que, para fins de exigência de OPA, esta somente se configura quando há transferência de ações a terceiro que, em consequência, passa a exercer isoladamente o poder de conduzir as atividades sociais. No caso da Usiminas, entendeu que não houve transferência do poder de mando a um terceiro individualmente considerado, “na medida em que esse poder é de titularidade da comunhão”²⁷⁷.

Portanto, é possível extrair duas constatações do controle conjunto: (i) nenhum acionista, individualmente, detém a plenitude do poder de controle, entendido como posição dominante; e (ii) essa titularidade plena está compartilhada entre todos os integrantes do grupo, em comunhão.

Cumprе acrescentar que a doutrina e jurisprudência convergem no sentido de que apenas pode alienar o controle quem efetivamente o detém. Nesse sentido,

²⁷⁴ “Mas o que se transfere numa cessão de controle, como salientamos, não é um bloco de ações e, sim, o poder de dominação e disposição de uma empresa.” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 252).

²⁷⁵ Carlos Augusto Siqueira também segue no sentido de que “[a] transferência de controle é a operação que resulta na efetiva substituição do poder de dominação na sociedade. É quando esse poder muda, efetivamente, de mãos, por qualquer forma ou meio oneroso, fazendo incidir a obrigatoriedade de efetuar oferta pública de compra das ações pertencentes aos acionistas minoritários. [...] Esse bloco poder alterar-se com frequência, sendo diminuído em um dia e aumentado no outro. Se o seu titular permanecer o mesmo, não terá ocorrido alteração no controle da sociedade. [...] Em face de tais entendimentos, repita-se que o preceito legal não cogita de forma como sucede a transferência do controle e, sim, da efetiva mudança no comando da sociedade” (SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FMF, 2004, p. 64 – 65).

²⁷⁶ CARVALHOSA, Modesto. Parecer jurídico constante nos autos do *REsp* 1837538/SP, no STJ. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1206. Nesse caminho, “(...) não configuram alienação do controle, para os efeitos do art. 254-A, as hipóteses em que um terceiro, que não integrava originalmente o grupo controlador, adquire apenas parte das ações integrantes do bloco de controle, não assumindo uma posição predominante dentro do grupo controlador anteriormente, constituído. Nesta hipótese, não estará configurada a alienação de controle da companhia, mas uma simples transferência de ações integrantes do bloco de controle, conforme, inclusive, já decidiu o Colegiado da CVM.” (Grifou-se) (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 614).

²⁷⁷ CARVALHOSA, Modesto. Parecer jurídico constante nos autos do *REsp* 1837538/SP, no STJ. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1206.

afirma-se que “[p]ara que se caracterize a obrigatoriedade de realização de OPA, o acionista que está alienando a participação deve ser, no momento da alienação, titular do poder de controle da companhia aberta”²⁷⁸.

Em precedente envolvendo a entrada da VCP no bloco de controle da Aracruz Celulose, a CVM concluiu pela não incidência da obrigatoriedade de OPA, uma vez que nem o alienante detinha, nem o adquirente passou a deter o poder de controle de forma isolada. No caso, a autarquia afastou a aplicação das regra por entender que não se tratava da aquisição de uma participação que, somada àquela já detida pelo adquirente, resultasse na transferência do poder de controle, mas, sim, da mera substituição de um dos integrantes do bloco controlador²⁷⁹.

Poucos anos depois, ao analisar a aquisição de controle compartilhado do Banco Itaú-BBA pelo Banco Itaú Holding, a CVM, embora tratasse da aplicação do art. 256 da Lei das S.A. — e não da obrigatoriedade de OPA —, destacou que nenhum dos acionistas, individualmente, detinha o poder de exercer, de forma exclusiva, a direção da companhia. Ressaltou-se que a estrutura de administração do Itaú-BBA decorria de acordo de acionistas, e não da supremacia na titularidade de direitos de voto²⁸⁰.

²⁷⁸ Trecho do voto do relator à época Eliseu Martins (Processo CVM nº RJ2009/1956. Rel. Diretor Eliseu Martins. Julgado em 15.07.2009). No mesmo sentido, o relator Wladimir Castelo Branco Castro, em julgado mais antigo, sustentou que para a obrigatoriedade de OPA pressupõe “que a titularidade do poder de controle resulte conferida à pessoa, natural ou jurídica, diversa da(s) pretérita(s)” (Processo CVM nº RJ2003/13524. Rel. Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 16.03.2004).

²⁷⁹ Para melhor referência, segue trecho do voto do ex-diretor Marcelo Trindade, relator do caso: “Ocorre que este caso não desafia as complexas questões que podem surgir quanto ao conceito de alienação de controle detido por grupo de acionistas unidos por acordo. Aqui não houve alienação de uma participação majoritária dentro do bloco de controle, como se viu do quadro transcrito no relatório, nem se está diante da aquisição de uma participação que, somada àquela já detida pelo adquirente, o eleve à condição de controlador único. No caso destes autos houve simplesmente a transferência de uma participação que compõe o bloco de controle, mas certamente o Grupo Mondi não alienou nem a VCP adquiriu o controle da sociedade, pois nem o Grupo Mondi detinha isoladamente, nem a VCP adquiriu o poder de, isoladamente, exercer ‘a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia’.” (Processo CVM nº RJ2001/10329. Rel. Diretor Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 19.02.2002).

²⁸⁰ Processo CVM nº 2002/07888. Rel. Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 22.07.2003. No mesmo sentido, o Parecer CVM/SJU/nº 29, de 26 de junho de 1985, analisou uma hipótese de venda de ações entre membros de um grupo de controle, concluindo não haver obrigatoriedade de apresentação de oferta pública. A conclusão baseou-se no fato de que ambos os acionistas já detinham, antes da alienação, participações equivalentes no capital social e estavam vinculados por contrato que disciplinava a tomada de decisões. Nessa linha, entendeu-se tratar-se de uma consolidação do poder de controle por quem já o exercia, ainda que de forma compartilhada.

Nessa linha, Fábio Konder Comparato, em parecer sobre hipótese envolvendo quatro acionistas que, em conjunto, detinham a maioria do capital votante de determinada companhia — sendo que um dos acionistas adquiriu as ações pertencentes a outro —, manifestou-se no seguinte sentido:

No entanto, mesmo que não se reconheça nos grupo A, C e D a qualidade de titulares conjuntos do controle da companhia, força é convir em que a aquisição pelo grupo A, das ações do grupo B não representa, de forma alguma, alienação de controle. Em primeiro lugar, porque, isoladamente, o grupo B está longe de possuir o controle e, portanto, não poderia alienar o que não possui. Em segundo lugar, porque, ainda, mesmo se o grupo B participasse de algum esquema de controle conjunto, com os demais grupos de acionistas, essa alienação de ações, como explicado mais acima, constituiria mero reforço de controle e não alienação, a qual implica, é bom repetir, translação da titularidade de um bem, de um sujeito para outro²⁸¹. (Grifou-se)

Como afirma Fábio Konder Comparato no trecho acima, a alienação implica na translação da titularidade de um bem, de um sujeito para outro. Nesse contexto, só se pode falar em alienação do poder de controle quando há efetiva translação de sua titularidade. Em termos técnicos, o termo "alienação" implica a transmissão de um bem — no caso, o bloco de controle — de uma pessoa a outra, resultando simultaneamente na perda do bem pelo alienante e em sua aquisição pelo adquirente^{282/283}.

No mesmo sentido, em Ofício enviado pela CVM ao Ministro André Mendonça, em 14 de novembro de 2024, no âmbito da ação direta de inconstitucionalidade nº 7.714, a autarquia se posicionou no seguinte sentido:

²⁸¹ COMPARATO, Fábio Konder. Alienação de controle de companhia aberta. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 80.

²⁸² COMPARATO, Fábio Konder. Alienação de controle de companhia aberta. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 80.

²⁸³ Orlando Gomes define alienação como “o ato pelo qual o proprietário, por vontade própria, transmite a outrem seu direito sobre a coisa.” Indo além, o autor, em referência ao jurista italiano Aldo Bozzi, afirma serem cinco os elementos que integram o conceito: “a) o destaque voluntário de um direito da posse do titular; b) a manifestação de vontade do mesmo titular dirigida no sentido de que o direito seja atribuído a outro sujeito; c) uma correspondente vontade de aceitação da parte deste sujeito; d) um nexo de causalidade ou nexo genérico entre perda e aquisição do direito; e) a contemporaneidade entre perda e aquisição e a dependência de um e outro fato da mesma causa jurídica” (GOMES, Orlando. *Direitos reais*. 21. ed. (coord.) Edvaldo Brito; (atual.) Luiz Edson Fachin. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 201).

A palavra *alienação*, que no latim reporta à necessidade da existência de “alien/outro”, pressupõe a transferência do *bloco de controle* de um acionista (ou grupo de acionistas) para um terceiro. É necessário, portanto, que haja um deslocamento da titularidade de tais ações – assume a condição de acionista controlador exercendo o poder de controle em relação à companhia aberta em questão²⁸⁴.

Por isso, a alteração da titularidade pressupõe tanto a perda do controle por um sujeito quanto sua aquisição por um terceiro. Assim, não se configura alienação de controle quando há apenas mudança na composição do grupo controlador, com a entrada ou saída de acionistas²⁸⁵. Nesse sentido, já se decidiu que não se aplica a OPA “quando se tratar de uma reestruturação societária, em que os antigos controladores permaneçam como tais, ainda que indiretamente”^{286/287}.

Outrossim, em voto proferido em processo de sua relatoria, o ex-diretor Eli Loria entendeu que, no caso, Braskem e IPQ detinham participações paritárias e exerciam o controle da Copesul por meio da comunhão de vontades. Assim, a aquisição, pela Braskem, da participação detida pela IPQ apenas consolidou uma posição de controle já existente, não havendo nova investidura no poder de controle. Vale mencionar, nesse sentido, o seguinte trecho do voto:

²⁸⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Ofício nº 116/2024/CVM/PTE, de 30 de outubro de 2024. Trata da aplicação do art. 254-A da Lei nº 6.404/1976 em reorganizações internas no grupo de controle. Nesse mesmo sentido: “O vocábulo alienação, por sua própria etimologia, carrega a noção de *alius*, outro. Logo, esse poder unitário deve passar de *um para outro* sujeito, de forma que a alienação de ações promova a transposição de uma mesma e única poder de controle.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 296).

²⁸⁵ “Assim, eventuais trocas de posições ocorridas dentro do bloco de controle não caracterizam a alienação de controle, para os efeitos do art. 254-A. Conforme já analisado doutrinariamente, transferências realizadas entre acionistas, no âmbito do grupo controlador, não operam a alteração da titularidade do poder de controle frente à sociedade.” (EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 237).

²⁸⁶ Trecho retirado da manifestação da Área Técnica (Processo CVM nº RJ2006/7658. Rel. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SER. Julgado em 11.04.2007).

²⁸⁷ Na doutrina, vale transcrição de trecho escrito por Arnaldo Wald, no qual entende que “[e]nquanto o controlador final continuar sendo o mesmo, não se caracteriza a operação de transferência do controle acionário [...] A transformação do controle direto, em indireto, ou a alteração do modo de organização do controle direto ou indireto de uma companhia aberta, não configura alienação de controle [...] 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). A reestruturação organizacional do controle, sem alteração do acionista controlador final, não se equipara, pois, à alienação do controle da companhia aberta, mesmo que resulte, eventualmente, na valorização das ações do acionista controlador.” (WALD, Arnaldo. Da caracterização da alienação de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 38/2007, p. 189–203, out./dez. 2007).

Destarte, para que ocorra a alienação do controle, necessário que haja mudança na titularidade do poder de controle, sendo fundamental, portanto, a presença de novo controlador. Tal questão ganha ainda mais perspectiva se verificarmos que o próprio fundamento da OPA, a sua razão de ser, está no resguardo do direito dos acionistas não controladores de se retrarem de uma companhia que, uma vez controlada por pessoa diversa da que o fazia antes, já não representa seus interesses²⁸⁸. (Grifou-se)

A fim de conferir maior segurança e previsibilidade ao tema, Laura Patella entende que a alienação do controle conjunto, à luz da regra vigente, deve corresponder ao negócio pelo qual todas as pessoas integrantes do grupo transferem ações de sua propriedade suficientes para transferir o controle da companhia a um terceiro ou a um conjunto de terceiro. Só assim estarão preservados os valores da objetividade, da certeza e da segurança jurídicas e da segurança jurídica nas relações de controle conjunto frente à disciplina legal da alienação²⁸⁹.

Em contrapartida a esse entendimento, José Alexandre Tavares Guerreiro adverte que tal interpretação suscitaria uma grave problemática: se a obrigatoriedade de OPA estivesse condicionada à alienação conjunta por todos os integrantes do bloco de controle, não haveria impedimentos para que posições acionárias dentro desse bloco fossem livremente cedidas, esvaziando, na prática, a proteção conferida aos minoritários — como muito bem exemplifica o autor:

Um bloco de controle composto por A, B e C poderia passar a ser composto, por exemplo, por A e D, sendo que, em operação de alienação de ações os antigos controladores conjuntos B e C poderiam se apropriar singularmente de parcela

²⁸⁸ Processo CVM nº RJ2007/7230. Rel. Diretor Eli Loria. Julgado em 11.07.2007. No mesmo sentido, em voto complementar proferido pelo ex-presidente Marcelo Trindade, entendeu-se que a alienação de controle, para fins do art. 254-A da Lei das S.A., exige não apenas uma alteração na estrutura de controle, mas a alienação do poder por quem efetivamente o detenha. Partindo da premissa de que, em casos de controle conjunto por acordo de acionistas, o grupo — e não um de seus membros isoladamente — é o titular do controle, concluiu que a consolidação do controle nas mãos de um dos integrantes não configura, por si só, alienação. Como registrou, “a lei não exige apenas uma alteração no controle; exige uma alienação por quem o detenha”. Ainda que se possa discordar da concepção de que o grupo seja o único titular do poder — tese já discutida no Capítulo 2 —, a conclusão é juridicamente consistente: a aplicação do art. 254-A pressupõe a mudança na titularidade do poder de controle, e não apenas sua reorganização interna.

²⁸⁹ “A alienação do controle conjunto, à luz da regra vigente, deve corresponder ao negócio pelo qual *todas as pessoas* integrantes do grupo *transferem ações de sua propriedade suficientes* para transferir o controle da companhia a um terceiro ou a um conjunto de terceiros.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 299).

expressiva da mais valia que decorre do poder de direção da vontade social e que, entendeu o legislador, deveria ser dividida com os minoritários²⁹⁰.

Além do mais, Nelson Eizirik explica que não parece, contudo, de todo adequado exigir que todos os membros do bloco de controle alienem suas ações para que se configure a alienação de controle, pois o art. 254-A da Lei das S.A. não exige a transferência integral das ações do bloco, mas apenas o suficiente para que haja, de fato, a transferência do poder de controle²⁹¹.

4.3. Surgimento de um novo acionista controlador

Sem repetir o que já foi tratado, apenas para relembrar: enquanto temas como função social, responsabilidade e conflito de interesses concentram-se na figura do acionista controlador previsto no art. 116, a alienação prevista no art. 254-A se refere ao controle da companhia.

Em outras palavras, o controlador deve cumprir a função social, votar no interesse da companhia e responde por abuso de poder, mas é o controle, e não a pessoa do controlador, que se transfere. A distinção entre controlador e controle, destacada ao longo deste trabalho, é fundamental para a correta compreensão do tema²⁹².

Em precedente envolvendo a aquisição indireta do controle da Arcelor Brasil S.A., decorrente da fusão entre Mittal Steel e Arcelor S.A., consignou-se no

²⁹⁰ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Parecer jurídico constante nos autos do REsp 1837538/SP no STJ*. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1741.

²⁹¹ “Porém, a Lei 10.303/01 seguiu orientação diversa (já consagrada na prática da CVM), uma vez que o parágrafo 1º do art. 254-A refere-se à transferência de (e não das) ações integrantes do bloco de controle, ou de ações vinculadas a acordo de acionistas [...]” (EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 237).

²⁹² Essa distinção, conforme analisado no Capítulo 3, é objeto de debate na doutrina, especialmente porque o centro dessa controvérsia costuma estar vinculado à alienação de controle minoritário — tema que, como já observado, não constitui o objeto deste trabalho. O objetivo aqui é apenas destacar que os conceitos em questão são distintos. A título ilustrativo, Luiz Leonardo Cantidiano defende que o parâmetro para aferir a existência de alienação de controle deve ser o art. 116 da Lei das S.A., com o intuito de verificar se o acionista adquirente passa ou não a reunir as características do acionista controlador. (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Lei das S.A.: características das ações, cancelamento de registro e “tag along”. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 21.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 93).

voto do relator que “[n]enhum dos acionistas da Arcelor conseguiria, alienando suas ações isoladamente, transferir o controle a terceiros, e, portanto, não existia outro controlador final da Arcelor Brasil, além da Arcelor.” Ressaltou-se, ainda, que o estatuto falava em poder de controle e não em acionista controlador, concluindo que não seria “pertinente recorrer ao conceito de acionista controlador do art. 116 da Lei 6.404/76, como pretende a Recorrente”²⁹³.

Não se nega que, quando, em uma determinada organização de controle conjunto, um dos integrantes do grupo transfere suas ações a um terceiro que passa a compor o bloco controlador, há, seguramente, a sucessão de um acionista controlador por outro. Um acionista deixa de deter o *status* de controlador, e outro o adquire em razão do negócio de compra e venda de ações integrantes do bloco²⁹⁴.

Para a disciplina da alienação, contudo, pouco importa essa sucessão, pois o que realmente importa é o conceito de controle, objeto da norma legal em questão. Seguindo essa linha argumentativa, afasta-se a proposta de condicionar a aplicação do art. 254-A à verificação do surgimento de um novo acionista controlador nos termos do art. 116, já que o relevante não é se ele preenche ou não esses requisitos, mas se o controle foi efetivamente alienado. Como bem explica Laura Patella,

Em linha de princípio, não é adequado valer-se desse parâmetro para atestar se houve ou não *transferência de controle*. Vale dizer, diante do ordenamento vigente, não é automática a verificação da alienação de controle quando há mudanças de *status* entre acionistas. Esse critério não está expresso nem decorre da regra do art. 254-A e, por isso, de *per se*, não é capaz de provocar a subsunção dos fatos ao tipo²⁹⁵. (Grifou-se)

²⁹³ Processo CVM nº RJ2006/6209. Rel. Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 25.09.2006. No mesmo processo, o ex-diretor Marcelo Trindade ressaltou que o estatuto social pode impor obrigações a acionistas que adquiram participações societárias relevantes, mesmo que não detenham o controle. Como destacou, “a norma estatutária que estender essas obrigações a acionistas que adquiram o controle de sociedade controladora, ou que adquiram uma determinada participação societária, ainda que não seja de controle, compõe, portanto, o complexo de direitos e obrigação que integram o status de acionista”. (Grifou-se) Esse entendimento pode ser aplicado inclusive aos integrantes do grupo de controle, que, apesar de sua posição, não perdem o *status* de acionista controladores.

²⁹⁴ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 295.

²⁹⁵ PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 295.

Esse entendimento foi manifestado em outra ocasião, no qual se afirmou que a existência de um novo acionista controlador não é suficiente para disparar a obrigação de oferta pública. Para que a oferta seja obrigatória, é preciso que o controle passe das mãos de um controlador para outro^{296/297}.

Essa conclusão apenas se altera quando o terceiro adquirente passa a deter, por meio da operação, a maioria dentro do bloco de controle, ou quando os termos do acordo de controle lhe conferem a prerrogativa de, individualmente, conduzir os destinos da companhia, como será examinado a seguir.

4.4. Acertos contratuais dentro do acordo de controle

José Alexandre Tavares Guerreiro sustenta que, para fins de incidência da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A., a referência à alienação a terceiro deve ser entendida como alienação a alguém estranho ao grupo de controle. Isso porque, sendo o adquirente já integrante do grupo, não haveria efetiva aquisição do poder de controle, uma vez que esse acionista já detinha o poder, afastando, assim, a configuração de alienação de controle por meio de transferências internas²⁹⁸.

²⁹⁶ Em manifestação de voto contrário ao voto proferido pelo relator Sérgio Weguelin, Marcos Pinto fez as seguintes ponderações: “Se essa disputa pudesse ser decidida mediante a simples determinação de quem era acionista controlador da Suzano antes da operação e de quem é acionista controlador depois dela, eu seria obrigado a concordar com a SRE e com o Diretor Sérgio Weguelin. Mas nossos precedentes deixam claro que não é assim que se resolve a questão. Nesse sentido, o colegiado da CVM já deixou claro que a existência de um novo acionista controlador não é suficiente para disparar a obrigação de oferta pública. Para que a oferta seja obrigatória, é preciso que o controle passe das mãos de um controlador para outro. Por isso, não há oferta pública nas aquisições originárias de controle.” (Processo CVM nº RJ2008/4156. Rel. Diretor Sérgio Weguelin. Julgado em 17.06.2008). Ainda que de forma implícita, os demais julgados da CVM que entendem que a alienação de controle deve ser realizada pelo grupo — como no caso do Processo CVM nº RJ2007/7230 — também indicam que a assunção da posição de controlador é irrelevante.

²⁹⁷ Esse entendimento, contudo, não é pacífico na jurisprudência da CVM. Em voto proferido pelo ex-diretor Durval Soledade, entendeu-se que haveria caracterização de alienação de controle para fins de OPA se “o então acionista ou grupo de acionistas controlador de uma companhia alienam a outro acionista ou terceiro, bloco de ações com direito a voto ou os direitos à sua titularidade que lhes permitiam exercer efetivamente o poder de controle da companhia.” (Processo CVM nº RJ2007/14099. Rel. Diretor Durval Soledade. Julgado em 29.01.2008).

²⁹⁸ “Ora, diferente não poderia ser: com efeito, aquele que já possui o controle - seja direta ou indiretamente, seja de modo compartilhado - não o pode adquirir, por impossibilidade lógica, já que o objeto a ser adquirido já lhe pertence. Se a já controladora adquire ações de sua controlada, direta ou indiretamente, ela apenas muda o número de ações com que exerce seu poder (de controladora). Não há como a controladora adquirir o controle, pois esse já lhe pertence; nem, tampouco, há como adquirir um outro controle dessa mesma companhia, pois o controle é único (cada companhia apresenta, no máximo, um controle, que pode ser exercido por um único acionista ou por um bloco

No entanto, para manter coerência com a posição que se sustenta neste trabalho²⁹⁹, adota-se o entendimento de Eduardo Secchi Munhoz, segundo o qual é irrelevante, para fins de incidência do art. 254-A da Lei das S.A., que o adquirente do poder de controle seja ou não terceiro em relação aos integrantes do grupo de controle anterior^{300/301}.

Assim sendo, a assunção do *status* de acionista controlador por terceiro, como visto na discussão anterior, é irrelevante até certo ponto. A esse respeito, Eduardo Secchi Munhoz sustenta que, caso fique demonstrado que houve uma mudança na vontade dominante no interior do grupo — ou seja, que o adquirente, antes cocontrolador, passou a deter a maioria dos votos e a impor sua vontade —, estará configurada a alienação de controle. Conforme destaca o autor:

Cabe diferenciar, portanto, no caso de mudanças dentro do próprio bloco de controle, as situações em que há efetiva modificação do centro de gravidade do poder, que passa de um acionista para outro, resultando em alienação do controle, da situação em que não há o aparecimento de uma nova vontade dominante, mas apenas a consolidação ou o reforço do poder já detido por um dos integrantes do grupo³⁰².

O que se pretende analisar aqui é a possibilidade de o acionista adquirir o controle não por meio da transferência de ações, mas por intermédio de acertos contratuais no interior do grupo de controle, que lhe conferem a titularidade do

de acionistas reunidos).” (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 e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 45, p. 207–223, jul./set. 2009, p. 6).

²⁹⁹ Isso porque se parte da premissa de que a titularidade do poder de controle pertence à comunhão, isto é, a todos os acionistas conjuntamente e ao mesmo tempo, sem que qualquer um deles detenha, isoladamente, a plenitude desse poder. Nessas condições, o acionista integrante do grupo não é titular do controle e, caso venha a adquiri-lo — por meio de ajustes contratuais internos, por exemplo (como se examinará adiante) —, estaria caracterizada a alienação de controle para fins do art. 254-A da Lei das S.A.

³⁰⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle acionário: alienação e tomada*. São Paulo: Faculdade de Direito da USP, 2011, p. 294.

³⁰¹ Em acertada síntese, o ex-presidente Marcelo Trindade afirmou em sua declaração de voto que “a referência a terceiro deve ser interpretada como uma mera explicitação da distinção de sujeitos sem a qual não se pode falar em alienação” (Processo CVM nº RJ2007/730. Rel. Diretor Eli Loria. Julgado em 11.07.2007).

³⁰² MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle acionário: alienação e tomada*. São Paulo: Faculdade de Direito da USP, 2011, p. 294.

poder decisório — sendo, ao fim e ao cabo, ele quem efetivamente comanda o grupo. Nas palavras de Paulo Eduardo Penna:

Caso as ações do bloco de controle, adquiridas pelo novo integrante do grupo controlador, lhe permitam predominar na formação da vontade coletiva do grupo, notadamente pela sua preponderância nas reuniões prévias, estará caracterizada a alienação de controle. Nessas circunstâncias, o terceiro adquirente, mesmo sendo titular de ações insuficientes para exercer isoladamente o controle da companhia, consegue, por via do acordo de acionistas, impor sua decisão aos demais participantes do grupo e, conseqüentemente, aos demais acionistas da companhia³⁰³.

Em sentido contrário, Laura Patella defende que as mudanças nas posições de comando internas ao grupo controlador, ainda que possam alterar os rumos da companhia, não provocam a incidência do tipo legal de alienação de controle, tal como previsto na lei vigente, em razão da dimensão orgânica e unitária do grupo controlador³⁰⁴.

De todo modo, há situações em que, a partir da análise dos acertos contratuais constantes do acordo de controle, verifica-se que apenas um dos acionistas exerce, na prática, o poder de forma exclusiva. Esse cenário foi reconhecido em precedente, no qual se constatou que somente a KIC exercia o poder de controle, pois era ela a responsável pela eleição da maioria dos administradores da companhia. Além disso, o poder de veto conferido à MASA restringia-se a matérias específicas e qualificadas, em grande parte já previstas em lei ou incapazes, por si sós, de interferir no direcionamento da gestão da companhia.

³⁰³ A situação oposta também é possível, conforme observa Paulo Eduardo Penna: “O elemento que distingue se houve ou não a alienação de controle é a predominância no grupo controlador. Exige-se, assim, uma análise casuística. A rigor, não importa a quantidade de ações do bloco de controle adquiridas pelo novo integrante proporcionalmente às demais ações que formam o bloco ou mesmo em relação à totalidade das ações votantes de emissão da companhia. O novo integrante do grupo controlador pode ter adquirido uma posição majoritária no bloco ou até mesmo no âmbito da companhia, porém, por força do arranjo de forças estabelecido no acordo de acionistas, estar em posição paritária ou até mesmo subordinada em relação aos demais participantes do grupo. Esta hipótese não caracterizará uma alienação de controle.” (PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 113 – 114).

³⁰⁴ “Não se duvida que, em qualquer desses casos, há modificação nas posições de comando internas do grupo controlador. Tampouco que delas possam decorrer mudanças nos rumos da empresa. Ocorre que esses elementos, *per se*, não provocam a incidência do tipo legal de alienação de controle, tal qual previsto na nossa lei societária vigente. Principalmente se considerados os pressupostos do controle conjunto, responsáveis por justificar a dimensão orgânica e unitária do grupo controlador.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 299).

Por fim, o acordo previa que as deliberações poderiam ocorrer mesmo na ausência do conselheiro indicado pela MASA. Diante desses fatos, decidiu-se que,

Por todas essas razões, entendo não ser possível vislumbrar no Acordo de Acionistas firmado entre Klabin Irmãos e Cia. – KIC e Monteiro Aranha S/A - MASA elementos de compartilhamento do controle acionário da IKPC, ao contrário, a mim parece que tal Acordo deixa patente a posição de significativa minoritária ocupada pela MASA³⁰⁵.

Na doutrina, Carlos Augusto Junqueira Siqueira ensina que, embora prevaleça a regra geral de que as mutações acionárias realizadas internamente entre os integrantes de um acordo de acionistas não configuram alienação de controle, a diferenciação de direitos e deveres entre os signatários pode, em certos casos, caracterizar uma verdadeira transferência do controle. Por isso, deve-se analisar com atenção a posição dos demais acionistas diante da convenção³⁰⁶.

Isso, contudo, é exceção. Como tratado no Capítulo 2, o controle conjunto se caracteriza pelo exercício do poder por meio de deliberação coletiva entre os integrantes do grupo. Nessa lógica, previsões contratuais como cláusulas de veto, quóruns qualificados ou exigência de unanimidade, ainda que restritivas, não descaracterizam o controle conjunto, desde que não haja concentração do poder decisório em apenas um dos acionistas³⁰⁷.

³⁰⁵ Trecho do voto do ex-diretor Wladimir Castelo Branco Castro em decisão de sua relatoria no âmbito do Processo CVM nº RJ2001/7547. Rel. Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 16.07.2002. Sobre o tema, vide Parecer CVM/SJU nº 099, de 14 de março de 1985, no qual a Superintendência Jurídica da CVM, ao analisar a venda de ações entre signatários de acordo de acionistas, entendeu ser cabível a formulação de oferta pública, pois um dos membros do acordo passaria a deter participação suficiente para, individualmente, controlar a companhia, mesmo com a subsistência do referido acordo.

³⁰⁶ “constitui regra geral, como dissemos, o entendimento no sentido de que as mutações acionárias, realizadas internamente no acordo, *entre os seus integrantes*, não implicarão na alienação do controle acionário. Contudo, em certos casos, a estipulação de direitos e deveres diferenciados dentre os signatários da convenção poderá ensejar o negócio de transferência do controle, devendo ser bem situada a posição dos demais acionistas.” (SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*. Niterói: FMF, 2004, p. 178).

³⁰⁷ A esse respeito, retoma-se a obra de Raúl Ventura, mencionada no Capítulo 2, segundo a qual o acordo de voto não estaria inicialmente determinado, mas seria determinável, sendo irrelevante que as espécies de deliberação estejam ou não previamente definidas, pois a espécie da deliberação não elimina a parcial indeterminação própria da dinâmica decisória. Para melhor compreensão, ver: VENTURA, Raúl. *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Livraria Almedina, 1992, p. 87.

Esse entendimento foi reproduzido pelo ex-diretor Gustavo Borba no caso Usiminas, em que rejeitou a tese de que alterações contratuais, por si sós, configurariam alienação de controle. Segundo afirmou, a alteração dos quóruns de aprovação para resoluções ordinárias e especiais não mudou em nada o equilíbrio do poder existe entre os acionistas quando comparado com a composição do controle anterior. Naquela ocasião, afirmou o seguinte:

a única alteração substancial nas regras de deliberação seria o poder de veto decorrente da elevação do quórum das Resoluções Ordinárias, o qual, na prática, seria mais um elemento a demonstrar o esvaziamento da influência da CEU, mas não representaria uma modificação na composição de “forças” capaz de colocar o Grupo T/T em posição diferenciada daquela que antes era ocupada pelo Grupo V/C, sendo certo que, tanto antes como após a Operação, o poder era exercido em conjunto com o Grupo Nippon³⁰⁸.

Em consequência, torna-se necessário analisar qual é a verdadeira vontade prevalecente no interior do grupo. Em outras palavras, a caracterização da alienação de controle pressupõe a alteração dessa vontade predominante. Assim, a mera mudança de posição entre os integrantes do bloco de controle, com a transferência de ações entre acionistas, não configura alienação do controle se não houver modificação na vontade prevalecente no grupo controlador³⁰⁹.

No que se refere à alienação de controle, e em consonância com as premissas aqui adotadas, entende-se que a cessão de ações pode conter, nas cláusulas contratuais firmadas entre as partes no momento da operação, disposições que revelem a efetiva transferência do poder de controle. Como se analisará adiante, a caracterização da alienação de controle não depende, necessariamente, da

³⁰⁸ Processo CVM nº 19957.000115/2017-80. Rel. Diretor Gustavo Borba. Julgado em 24.10.2017.

³⁰⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 189 a 300*. vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 426. Paulo Eduardo Penna resume essa ideia ao esclarecer que [é] preciso investigar se o novo suposto controlador possui meio para fazer prevalecer a sua vontade nas assembleias gerais da companhia brasileira” (PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 134).

transferência da propriedade das ações, podendo decorrer do próprio contrato celebrado entre as partes, em situação denominada alienação indireta^{310/311}.

Nessa linha, o então diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa reconheceu que a alienação de controle pode ocorrer tanto de forma direta quanto indireta, devendo-se verificar a existência de ajustes contratuais que impliquem a transferência dos direitos políticos e econômicos, ainda que não haja transferência das ações. Nas suas palavras:

Esse significado [de alienação indireta do controle] inclui, dentre as operações que dão causa à oferta pública, não só a alienação de ações agrupadas em sociedade *holding*, mas, também, a inclusão de acordos contratuais que impliquem a transferência dos direitos políticos e econômicos do valor mobiliário, sem a transferência da ação (a conferência de usufruto vitalício de voto e dividendos mediante contraprestação em dinheiro ou a celebração de acordo de acionistas, regulando voto e distribuição de dividendos, por exemplo), tenha esse acordo sido celebrado para se evitar a realizar a oferta pública ou mesmo com vistas a outro fim lícito. Como isso, para a aplicação do art. 254-A, se em uma operação não se verificar a transferência de valores mobiliários que implique alienação de controle, deve-se analisar se essa alienação ocorreu de forma indireta (*i.e.*, mediante acordos que resultem na transferência de poder político e econômico desses valores mobiliários)³¹².

³¹⁰ “O negócio indireto ocorrerá, para fins de incidência do art. 254-A da LSA, quando o acionista controlador, desejando alienar o controle de companhia, e um terceiro, interessado em adquirir tal controle, não firmam um contrato de compra e venda das ações do bloco de controle, como seria usual, mas, por via indireta, celebram outros negócios que provocam a efetiva alienação de controle. Isso pode ocorrer, citando um exemplo em que este terceiro seja um acionista minoritário, mediante a celebração, de um lado, de contrato de cessão de futuros direitos creditórios, pelo qual o controlador cede a este terceiro, a título oneroso, o direito ao recebimento dos dividendos futuros que vierem a ser distribuídos pela companhia, e, de outro, de acordo de acionistas, pelo qual o controlador se compromete a votar nas assembleias da companhia em consonância com as instruções do terceiro. Não há, *in casu*, alienação de ações ou de quaisquer outros valores mobiliários, porém é forçoso reconhecer que, na prática, o controle foi alienado.” (PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 139). Orlando Gomes define negócio indireto “[q]uando as partes usam conscientemente de instrumento inapropriado ao fim a que visam, diz-se, com efeito, que realizaram *negócio indireto*. A discrepância entre a *intenção* concreta dos contratantes e a *causa típica do contrato* caracteriza tais negócios. Configuram-se sempre que, para a consecução de um fim, se faz uso de via oblíqua, transversal, ou seja, todas as vezes que não se toma o caminho normal.” (GOMES, Orlando. *Introdução ao direito civil*. 22. ed. (coord. e atual.) Edvaldo Brito; (atual.) Reginalda Paranhos de Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 257).

³¹¹ Além disso, como já explicado nos estudos sobre o negócio típico da alienação de controle no Capítulo 3, o conceito de alienação indireta de controle também é utilizado de outra forma, que é quando o controlador aliena para um terceiro o controle direto de uma sociedade participante de um grupo de sociedades que, por sua vez, controla outra companhia.

³¹² No caso concreto, o controlador havia transferido, inicialmente, parte de sua participação ao comprador, prevendo contratualmente a opção de compra do restante das ações pelo valor simbólico de R\$ 1,00, a ser exercida futuramente. Concluiu-se que, embora a transferência integral ocorresse apenas em momento posterior, o controle já havia sido, de fato, alienado no momento da celebração do acordo (Processo CVM nº RJ2005/4069. Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 11.04.2006).

No mesmo sentido, fazendo referência ao Processo CVM nº RJ2005/4069, o ex-diretor Sergio Weguelin, em voto proferido em outro caso, reconheceu a possibilidade de alienação de controle mesmo na ausência de transferência direta de ações. Como afirmou, “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” e “embora não haja transferência direta de valores mobiliários, há um efeito prático equivalente, que justifica a realização da OPA”³¹³.

Por último, no âmbito do Processo CVM nº RJ2009/1956, o ex-diretor Eliseu Martins destacou que, para fins do art. 254-A da LSA, “a lei assume como transferência de controle uma situação na qual, no momento da operação, o vendedor não tem, ainda, efetivo controle, e, portanto, não pode estar exercendo-o. O adquirente, da mesma forma, também não estaria em condições de imediatamente exercer o controle, mas poderia vir a fazê-lo no futuro”³¹⁴.

Com relação ao tema, Calixto Salomão Filho examinou-se a possibilidade de ocorrência de alienação de controle por meio de acertos contratuais dentro do grupo, no qual ele inicia distinguindo entre posição jurídica, posse e composse para explicar que o exercício do poder de controle pode não se limitar à titularidade das ações. A posição jurídica é entendida como a situação de titularidade reconhecida pelo ordenamento, enquanto a posse diz respeito ao exercício concreto, de fato, desse poder — mesmo sem a titularidade das ações. Já a composse ocorre quando esse exercício é compartilhado por mais de um sujeito, como nos casos de controle conjunto por meio de acordos de controle. Com base nessas categorias, o autor sustenta ser possível que a posse de controle, quando dotada de estabilidade, continuidade e exteriorização suficiente, se assemelhe a uma posição jurídica. Nas suas palavras: “pode-se dizer que a posse (de direitos) pode transformar-se em posição jurídica”. Nesse contexto, afirma que

³¹³ Na hipótese dos autos, a Petrobras não vendeu ações diretamente à Unipar, mas entendeu-se que houve, por meio de arranjos válidos, uma mudança no controle da companhia, o que justificou a aplicação do art. 254-A (Processo CVM nº RJ2008/4156. Rel. Diretor Sergio Weguelin. Julgado em 17.06.2008).

³¹⁴ Processo CVM nº RJ2009/1956. Rel. Diretor Eliseu Martins. Julgado em 15.07.2009.

A questão que se põe então é exatamente a possibilidade de identificar no controle posição jurídica oriunda não só de relações jurídicas mas também de relações contratuais de fato. Ora, como sabido, as relações contratuais de fato, a exemplo da posse (de direitos), exigem exteriorização (ali de um direito, aqui de uma declaração de vontade) que é possível presumir (a partir da exteriorização). Assim, é possível admitir o nascimento de uma posição jurídica a partir de uma relação contratual de fato³¹⁵.

Adiante, Calixto Salomão Filho acrescenta que:

No caso de uma relação contratual de fato entre dois participantes, em que os fatos demonstram que um dos participantes da relação claramente exerce de fato poder na sociedade e outro membro da relação de fato pratica todos os atos no sentido de que o mesmo possa exercer o referido controle, a declaração negocial de ambos, claramente expressa nos fatos, é a posse e exercício contínuo (com estabilidade estrutural) do poder de controle³¹⁶.

Em suma, a alienação de controle não se limita à participação acionária, exigindo também a análise dos poderes efetivamente exercidos no grupo, assim como das disposições contratuais pactuadas no momento da operação.

4.5. Onerosidade

A CVM já se manifestou no sentido de que os elementos centrais para a incidência da regra do art. 254-A são, necessariamente, a efetiva transferência do poder de controle e a existência de acionistas minoritários com ações em circulação. Assim, mesmo que não haja pagamento de ágio, ou que o valor pago aos minoritários seja inferior ao praticado no mercado secundário, a oferta pública pode ser exigida³¹⁷.

³¹⁵ Em seguida, complementa dizendo que “[e]ssas duas figuras (posse de direitos e posição jurídica) de valor descritivo e sua virtual equivalência para descrição da situação de controle demonstram que do ponto de vista da descrição da *fattispecie* não há distinção entre situações de direito e de fato em relação ao controle.” (SALOMÃO FILHO, Calixto. Parecer jurídico constante nos autos do *REsp* 1837538/SP, no STJ. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 3164).

³¹⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. Parecer jurídico constante nos autos do *REsp* 1837538/SP, no STJ. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 3165.

³¹⁷ A Área Técnica analisou a aquisição do controle indireto da Elektro, em operação realizada com deságio, e concluiu que a ausência de ágio não impede a incidência do art. 254-A: “A esse respeito, confirma o entendimento desta área técnica o parecer CVM/SJU/Nº 79/83, em que a procuradora Luíza Monteiro afirma que a inexistência do pagamento de ágio na alienação de controle não afasta

Da mesma forma, o simples fato de, em determinada operação, as ações de emissão da companhia serem vendidas por um preço mais elevado do que aquele pelo qual elas são normalmente negociadas no mercado secundário não pode servir de fundamento para a eventual obrigatoriedade de realização da OPA por alienação de controle³¹⁸.

A análise deve recair sobre os efeitos práticos da operação, e não apenas sobre a existência de uma contraprestação financeira. Como observou o ex-diretor Sergio Weguelin, “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. [...] Não há – e, aliás, nem poderia haver – gratuidade alguma por parte da Petrobras”³¹⁹.

Para encerrar, o ex-presidente Marcelo Trindade também enfrentou a tese de que a incidência do art. 254-A não poderia ser presumida a partir da existência de pagamento de prêmio, ou sobrepreço, na aquisição. Embora reconheça que o preço pago possa ser um indício útil em casos de fraude ou simulação, rejeita sua utilização como critério autônomo para caracterizar a alienação de controle. Nas suas palavras:

Quanto ao argumento de que o preço pago seria um indicador de que houve alienação de 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

a obrigatoriedade do igual tratamento aos minoritários previsto no antigo art. 254 da Lei, bem como ressalta a importância da tutela legal nesses casos, ‘em face da dificuldade de desinvestimento, freqüentemente ocasionada pela perda de liquidez dos títulos no mercado’”. (Processo CVM nº RJ2006/7658. Rel. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SER. Julgado em 11.04.2007).

³¹⁸ CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. Parecer jurídico constante nos autos do *REsp* 1837538/SP, no STJ. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1324.

³¹⁹ No caso, a CVM analisou a operação pela qual a Unipar assumiu o controle da Suzano Petroquímica, após a incorporação da Fasciatus pela Dapean, o que reduziu a participação indireta da Petrobras de 99,9% para cerca de 40%. Ainda que não houvesse pagamento direto ou cessão formal de ações, entendeu-se que houve contrapartida econômica e transferência indireta do controle, ensejando a aplicação do art. 254-A da Lei das S.A (Processo CVM nº RJ2008/4156. Rel. Diretor Sergio Weguelin. Julgado em 17.06.2008).

se dá normalmente com prêmio, sem que isso implique na obrigação de realizar a OPA³²⁰. (Grifou-se)

Em análise mais recente, consolidou-se o entendimento de que o pagamento de sobrepreço, por si só, não é suficiente para caracterizar a alienação de controle, mesmo quando o valor aparenta ser elevado. Como destacou o ex-diretor Gustavo Borba, em voto proferido:

Ocorre que esse elemento isolado não seria suficiente para gerar a conclusão de que houve alteração de controle, até mesmo em virtude da dificuldade em definir com precisão quais seriam os valores justos e como deveria ser precificada uma ação integrante do bloco de controle³²¹.

Conclui-se, portanto, que o pagamento de prêmio, por si só, não é suficiente para caracterizar a alienação de controle, a análise de cada caso concreto não se limita a elementos econômicos aparentes e, em certos casos, participações estratégicas dentro do grupo podem envolver o pagamento de prêmio sem que, necessariamente, esteja sendo adquirido o controle.

³²⁰ Processo CVM nº RJ2007/7230. Rel. Diretor Eli Loria. Julgado em 11.07.2007. Além disso, no âmbito do Processo CVM RJ2009/1956 o ex-diretor Eliseu Martins fez referência a esse entendimento, no qual concordou afirmando que “o pagamento de prêmio não é indicador suficiente a caracterizar uma alienação de controle, já que também é comum em aquisições de participações estratégicas ou minoritárias relevantes.” (Processo CVM nº RJ2009/1956. Rel. Diretor Eliseu Martins. Julgado em 15.07.2009).

³²¹ Apesar de ter havido pagamento de um sobrepreço aproximado de 82,7%, o Colegiado concluiu que tal elemento, isoladamente, não comprovava a transferência do poder de controle, mantendo-se o entendimento de que o bloco permanecia sob controle conjunto entre os grupos T/T e Nippon (Processo CVM nº 19957.000115/2017-80. Rel. Diretor Gustavo Borba. Julgado em 24.10.2017).

Conclusão

Diante do exposto, espera-se ter contribuído com algumas considerações relevantes acerca da incidência da OPA na alienação de ações por um dos acionistas integrantes do grupo de controle.

Como afirmado desde a introdução, e ora reiterado, o propósito deste trabalho foi exclusivamente conduzir uma análise concreta e tecnicamente fundamentada da hipótese delimitada, buscando delinear o caminho interpretativo que, a nosso ver, melhor se sustenta à luz do ordenamento jurídico.

Verifica-se que duas discussões merecem especial destaque e que, com frequência, passam despercebidas nos debates sobre alienação de controle em estruturas de controle conjunto: (i) quem deve ser qualificado como acionista controlador, o grupo ou os acionistas individualmente; e (ii) quem é o verdadeiro titular do poder de controle, o grupo ou cada acionista individualmente.

Em primeiro lugar, o art. 116 da Lei das S.A. utiliza a expressão “grupo de pessoas”, o que pressupõe a existência de pluralidade subjetiva, ou seja, dois ou mais titulares de direitos de sócio. Nessa configuração, todos são considerados acionistas controladores, uma vez que o grupo, por não possuir personalidade jurídica, não pode ser titular de posições jurídicas ativas e passivas. Isso constitui o ponto de partida para se examinar, com rigor, tanto a incidência da OPA prevista no artigo 254 A da Lei das S.A., quanto a aplicação de outras disciplinas jurídicas correlatas, como o regime de responsabilização do controlador ou a disciplina do conflitos de interesses.

Em segundo lugar, no que se refere à titularidade do poder de controle, parte-se de sua qualificação jurídica como uma relação de domínio, ou seja, a capacidade de dispor e exercer autoridade plena sobre o destino da companhia. Esse poder é, por essência, indivisível, motivo pelo qual, em um grupo de controle, nenhum dos acionistas o detém isoladamente. No entanto, isso não significa que o grupo seja o titular do poder de controle, já que, além de não ser sujeito de direito, não pode adquirir nem alienar ações. Logo, o que se tem, na verdade, é uma cotitularidade da

mesma relação de domínio, compartilhada entre os acionistas que atuam em comunhão na qualidade de cocontroladores.

Dessa forma, ambos os conceitos — o de acionista controlador e o de poder de controle — devem ser analisados separadamente, sob pena de incorrer em sobreposição de planos distintos. A titularidade do poder de controle pressupõe o domínio sobre a companhia, enquanto o acionista controlador é aquele a quem se atribui a titularidade dos direitos de sócio correspondentes. Confundir essas noções leva à adoção de um raciocínio por “sinédoque”³²², que toma a parte pelo todo ou o todo pela parte — o que, no campo do direito, pode comprometer a consistência lógica da argumentação.

Cumpre, por fim, um adendo metodológico: as conclusões aqui apresentadas refletem, em grande parte, entendimentos consolidados na doutrina e na jurisprudência. O trabalho partiu de uma hipótese conclusiva previamente delineada, e buscou construir um percurso argumentativo que, à luz dos fundamentos legais e teóricos disponíveis, conferisse solidez à interpretação proposta.

Encerra-se, assim, este estudo, com o apontamento das principais conclusões a que se chegou:

(i) A alienação do controle acionário tem por objeto não a simples cessão de um bloco de ações, mas sim a transferência do próprio poder de dominação, uma posição dominante que, em outras palavras, consiste no poder de conduzir isoladamente as atividades sociais. Não há titularidade desse poder quando o acionista depende do voto de outros para fazer prevalecer sua vontade. Por isso,

³²² Essa figura de linguagem ilustra, em grande medida, boa parte dos argumentos levantados tanto pela doutrina quanto pela jurisprudência. O jogo conceitual frequentemente não se apresenta de forma clara, abrindo espaço para confusões interpretativas. Esse cenário é bem sintetizado por Luiz Gastão Paes de Barros Leães: “Assim, quando afirmamos que todos os integrantes do grupo controlador são individualmente considerados acionistas controladores, falamos uma meia-verdade, pois estamos usando de uma sinédoque, ou seja, de um tropo que se funda numa relação de compreensão e consiste no uso do todo pela parte. Trata-se de uma figura de linguagem, pois é a entidade grupal a titular do controle.” (Grifou-se) (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Notas sobre o poder de controle compartilhado. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, p. 103–113, nov./dez. 2013, p. 2).

para que haja alienação, é necessário que ocorra a translação dessa titularidade de um sujeito a outro, resultando simultaneamente na perda de um bem pelo alienante e em sua aquisição pelo adquirente. Por essa razão, a mera substituição de acionistas dentro do grupo não configura a transposição do mesmo e único poder de controle e, em última análise, não caracteriza transferência da titularidade.

(ii) Ainda, para a aplicação da disciplina da alienação de controle, é irrelevante o surgimento de um novo acionista controlador no interior do grupo, ou seja, a alteração do *status* entre seus membros. Isso porque o artigo 116 trata da figura do acionista controlador, vinculada à titularidade de direitos de sócio e voltada à aplicação do regime de responsabilidade e à disciplina dos conflitos de interesse. Já o artigo 254-A tem por objeto a titularidade do poder de controle em si, que não se confunde com a qualificação de acionista como controlador. Trata-se, portanto, de planos distintos de análise, pois o aspecto relevante não é o cumprimento dos requisitos do art. 116, mas sim a verificação da efetiva alienação do controle.

(iii) Quanto a outro ponto, para manter a coerência com os fundamentos desenvolvidos neste trabalho, parte-se da premissa de que, ao se falar em alienação a terceiro, inclui-se tanto alguém estranho ao grupo quanto um acionista já integrante. Isso porque, conforme exposto, entende-se que mecanismos de deliberação coletiva, como direito de veto, quóruns qualificados e exigência de unanimidade, integram a lógica deliberativa do controle conjunto e não afastam por si sós a formação colegiada da vontade, uma vez que o voto, nesses casos, é apenas determinável, mas não pré-determinado. Todavia, quando a vontade de um acionista passa a prevalecer por força de acertos internos, ou seja, quando há uma mudança da vontade prevalecente de coletiva para individual, pode-se configurar a alienação do controle, a depender dos termos contratuais pactuados.

(iv) De igual modo, admite-se que a alienação do controle possa ocorrer a partir do próprio negócio jurídico, considerado em seu conteúdo, sem que dependa necessariamente da transferência direta de valores mobiliários. A cessão do controle pode decorrer do contrato celebrado entre as partes, produzindo efeito prático equivalente à transferência de ações, mesmo que a efetiva transferência

ocorra apenas em momento futuro. Nessa hipótese, a questão que se põe é justamente identificar no controle uma posição jurídica que decorre de relações contratuais de fato, o que aproxima o exercício do poder da realidade fática — tema abordado no início deste trabalho.

(v) Por fim, para reforçar a tese sustentada neste trabalho, defende-se que o pagamento de prêmio na aquisição de ações do bloco de controle não é suficiente, por si só, para caracterizar a alienação do poder, pois participações estratégicas dentro do grupo podem ser adquiridas com pagamento de um valor a mais sem que isso implique aquisição do controle.

Em conclusão, a alienação de uma mesma relação de domínio, entendida como o poder de dispor, especialmente no caso da substituição de acionistas dentro do grupo de controle, verifica-se pela vontade prevalecente do grupo. No que realmente importa, deve-se questionar se o poder é efetivamente compartilhado ou se concentra em um acionista que impõe sua vontade sobre os demais.

Cumprе acrescentar que, à luz da teoria da separação entre o poder de controle e a propriedade das ações, discutida no início deste trabalho, a transferência dessa titularidade e, conseqüentemente, a mudança da vontade prevalecente podem decorrer tanto da transferência de ações entre os acionistas quanto de acertos contratuais no próprio acordo de controle.

Por essas razões, conclui-se que a alienação de ações por integrante do grupo de controle a terceiro, seja externo ou já pertencente ao grupo, não atrai por si só a incidência da oferta pública prevista no art. 254-A da Lei das S.A., ainda que a operação resulte no ingresso de um novo controlador, em modificações na dinâmica deliberativa ou no pagamento de valor adicional pelas ações, desde que não ocorra a transferência da titularidade do poder de controle, que, em última análise, se revela pela mudança da vontade preponderante.

Referências Bibliográficas

ADAMEK, Marcelo Vieira von. Abuso de minoria em direito societário. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Vinculação da sociedade: análise crítica do art. 1015 do Código Civil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 146, p. 30–45, abr./jun. 2007.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. With a new introduction by Murray L. Weidenbaum e Mark Jensen. 2. ed. Nova York: Routledge, 2017.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 20. ed. São Paulo: Atlas, 2024.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades: validade da estipulação de que os membros do conselho de administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 15, p. 226–248, jan./mar. 2002.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Alienação de controle e incorporação de instituição financeira. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 2. ed. vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 643 – 683.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Cessão de quotas de “holding” de companhia aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 2. ed. vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 609 – 635.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 34, p. 330–344, out./dez. 2006.

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

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Lei das S.A.: características das ações, cancelamento de registro e “tag along”. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 21.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 61 – 107.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Saraiva, 1984.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: arts. 75 a 137*. 6. ed. rev. e atual. vol. II. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. Parecer jurídico constante nos autos do REsp 1837538/SP, no STJ. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1181–1226.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010.

CARVALHOSA, Modesto. Acordo de investimento e associação. Exercício de opção de venda de ações. Controle compartilhado. Inocorrência de alienação do poder de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. M.; AZEVEDO, Luís André N. de M.

(coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 29 – 43.

COELHO, Fábio Ulhoa. O direito de saída conjunta ("tag along"). In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 21.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 473 – 486.

COMPARATO, Fábio Konder. Alienação de controle de companhia aberta. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 75 – 80.

COMPARATO, Fábio Konder. Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 81 – 102.

COMPARATO, Fábio Konder. Titularidade do poder de controle e a responsabilidade pela concessão abusiva de crédito. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 65 – 74.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quorum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. In: _____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 116 – 131.

COSTA, Carlos Orcesi da. Controle externo nas companhias. *Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico*, São Paulo, n. 44, 1981.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 1º a 120*. vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 80 a 137*. 3. ed. rev. e ampl. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 189 a 300*. vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta. In: SADDI, Jairo (coord.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 233 – 248.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, Revista dos Tribunais, 2019.

GOMES, Orlando. *Direitos reais*. 21. ed. (coord.) Edvaldo Brito; (atual.) Luiz Edson Fachin. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

GOMES, Orlando. *Introdução ao direito civil*. 22. ed. (coord. e atual.) Edvaldo Brito; (atual.) Reginalda Paranhos de Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Interpretação de preferências na lei de sociedades anônimas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 388 – 408.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Parecer jurídico constante nos autos do REsp 1837538/SP, no STJ. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1721–1747.

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 e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 45, p. 207–223, jul./set. 2009.

LAMY FILHO, Alfredo. Desdobramento de Ações. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 2. ed. vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 64 – 71.

LAMY FILHO, Alfredo. O poder de Controle na “Joint” Venture”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 2. ed. vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 181 – 190.

LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.: exposições e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e aplicação*. 3. ed. vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. In: _____ (coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2010.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Acordo de comando e poder compartilhado. In: _____. *Pareceres*. vol. II. São Paulo: Editora Singular, 2004, p. 1309 – 1313.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Notas sobre o poder de controle compartilhado. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, p. 103–113, nov./dez. 2013.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Restrições e transferências de ações e alteração do poder de controle. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 153–154, p. 290, jan./jul. 2010.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses. In: _____. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989, p. 9 – 27.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Alienação de Controle de Companhia Aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle não societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

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

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle acionário: alienação e tomada*. São Paulo: Faculdade de Direito da USP, 2011.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Quem deve comandar a companhia? Alocação do poder empresarial: sistema de freios e contrapesos. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 505 – 517.

OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na Lei das S.A.*. São Paulo: Almedina, 2014.

OIOLI, Erik Frederico. Obrigatoriedade do Tag Along na aquisição de controle diluído. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 316 – 326.

OLIVEIRA, Fernando Albino. A alienação do controle societário na Lei das S/A. In: SADDI, Jairo (coord.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 221 – 233.

PARENTE, Norma. Governança corporativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 15, p. 81, jan. 2002.

PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras: disciplina normativa e pressupostos teóricos*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015.

PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PENNA, Paulo Eduardo. Alienação de controle de companhia aberta. Out. 2015. p. 23. Disponível em: <https://www.novotny.com.br/library/publicacoes/artigos/Alienacao%20de%20controle%20de%20companhia%20aberta.pdf>. Acesso em: 7 jul. 2025.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. vol. I. 30. ed. rev. e atual. Atual. Maria Celina Bodin de Moraes. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

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

PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REQUIÃO, Rubens. O controle e a proteção dos acionistas. *Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial*, vol. III, p. 1001–1016, dez. 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Parecer jurídico constante nos autos do REsp 1837538/SP, no STJ. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 3156–3170.

SCARAMUZZO, Mônica. Na Usiminas, uma disputa mezzo italiana e uma queda de braço de Steinbruch por R\$ 5 bilhões. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 jun. 2024. Atualizado em 18 jun. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/versus/post/2024/06/na-usiminas-uma-disputa-mezzo-italiana-e-uma-queda-de-braco-de-steinbruch-por-r-5-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 10 jun. 2025.

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

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. v. I e II. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TEPEDINO, Gustavo; MONTEIRO FILHO, Carlos Edison do Rêgo; RENTERIA, Pablo. *Fundamentos do direito civil: direitos reais*. 5. ed., rev., atual. e reform. Rio de Janeiro: Forense, 2024.

TOMASETTI JUNIOR, Alcides. A parte contratual. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 755 – 764.

ULHOA COELHO, Fábio. Parecer jurídico constante nos autos do REsp 1837538/SP, no STJ. Processo sob relatoria do Min. Moura Ribeiro, rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 07 mar. 2023, fls. 1257–1289.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940*. vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1941.

VENTURA, Raúl. *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Livraria Almedina, 1992.

VILLELA, J. B. *Controle acionário: corpus et anima*. São Paulo: Malheiros, 2011.

VIO, Daniel de Avila. *Grupos societários: ensaio sobre os grupos de subordinação, de direito e de fato, no direito societário brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

WALD, Arnoldo. O Controle Partilhado e o Direito Administrativo. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.). *Temas de direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 377 – 390.

WALD, Arnoldo. Da caracterização da alienação de controle. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 38/2007, p. 189–203, out./dez. 2007

O autor deste trabalho declara, para todos os fins, ser este um trabalho inédito e autoriza o Departamento de Direito da PUC-Rio a divulgá-lo, no todo ou em parte, resguardados os direitos autorais conforme legislação vigente. Informa, ainda, que o referido trabalho foi feito integralmente por ele, respeitando o Direito Autoral de terceiros, sendo o presente autor responsável única e exclusivamente por qualquer plágio ou uso de inteligência artificial que nele venha a ser identificado.