



Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Direito
Curso de graduação em Direito

LARISSA KAWANO MORI

**DA CONCENTRAÇÃO PARA A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO BRASIL:
TRANSFERÊNCIAS DE CONTROLE MINORITÁRIO E A (IN)ADEQUAÇÃO DA
OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES (*TAG ALONG*).**

BRASÍLIA

2013

Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Direito
Curso de graduação em Direito

LARISSA KAWANO MORI

**DA CONCENTRAÇÃO PARA A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO BRASIL:
TRANSFERÊNCIAS DE CONTROLE MINORITÁRIO E A (IN)ADEQUAÇÃO DA
OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES (*TAG ALONG*).**

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharela em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Brasília– UnB.

Orientadora: Professora Dra. Ana Frazão.

BRASÍLIA

2013

LARISSA KAWANO MORI

**DA CONCENTRAÇÃO PARA A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO BRASIL:
TRANSFERÊNCIAS DE CONTROLE MINORITÁRIO E A (IN)ADEQUAÇÃO DA
OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES (TAG ALONG).**

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharela em Direito
pela Faculdade de Direito da Universidade de Brasília - UnB, pela banca examinadora
composta por:

Profa. Dra. Ana Frazão (Orientadora)
Universidade de Brasília

Prof. Dr. Paulo Burnier da Silveira
Universidade de Brasília

Mestre José Alexandre Buaiz Neto
Advogado

Brasília, __ de _____ de 2013.

*Aos meus pais,
meus alicerces na vida e em quem me inspiro todos os dias.*

AGRADECIMENTOS

Há certos momentos na vida em que você para e pensa em tudo o que aconteceu e tudo o que está por vir. É aquele divisor de águas, que vem concluir etapas há muito tempo traçadas e, ao mesmo tempo, abrir espaço para que se possa ousar conhecer novos mundos, explorar outras possibilidades e sonhar mais sonhos. É com grande alegria que fecho mais essa etapa da vida, uma conquista que nunca teria sido possível se não tivesse tido pessoas tão maravilhosas ao meu redor, a quem deixo os meus maiores agradecimentos.

Primeiramente, à minha família. Ao meu pai, Júlio, que, embora não esteja mais conosco, ainda está presente em todas as nossas lembranças e nos ensinamentos que nos deixou. Ao meu eterno exemplo de vida, agradeço por ter me ensinado a sonhar sempre um degrau além e a lutar para tornar esses sonhos possíveis. À minha mãe, Setsuko, pelo exemplo de força e superação, por ser a presença mais reconfortante na minha vida, por me ouvir, cuidar de mim e me dar apoio sempre que eu preciso. Ao meu irmão Lucas, por ser essa combinação explosiva de alegria, inteligência e bondade, por ser um companheiro para todos os momentos e por me fazer rir todos os dias. Ao meu irmão Alexandre, pelo exemplo de garra e de sucesso e, que, apesar de morar longe, está sempre presente nas nossas vidas.

Aos meus familiares e amigos, que me acompanham nessa trajetória da vida. Às minhas tias Teruko e Marina, por toda a sua sabedoria, pelo apoio, pelas conversas e por estarem sempre por perto e torcerem pelas minhas conquistas. Às minhas amigas companheiras de UnB, Giovanna, Bárbara, Maria Carolina e Tayná, pela convivência diária e por tantos planos, viagens, (desesperos) e aventuras compartilhados. Às minhas amigas de tanto tempo, Letícia, Raquel, Alana, Rebecka, Mayra, Carolina, Naiara e Renata, por uma série infinita de motivos que não tem como listar, obrigada por estarem presentes em todos os momentos da minha vida.

À minha querida orientadora, professora Ana Frazão, por estar sempre aberta e disposta a ajudar, por ter me dado luz em vários pontos do meu trabalho e pela compreensão em todos os momentos deste projeto.

Ao José Alexandre Buaiz Neto e ao Marco Barbosa, por quem tenho enorme carinho e respeito, e que, por algum motivo, estiveram presentes em vários momentos importantes da minha graduação. Obrigada por ter tido a oportunidade de trabalhar com vocês, pela compreensão e por todo o aprendizado, que eu carrego sempre comigo.

*“Ocorreu-me a ideia de que o que eu
quero fazer agora é saturar cada
átomo. Quero dizer, eliminar todo o
excesso, todo o torpor, toda a
superfluidade; dar o momento inteiro...*

(...)

Eu quero incluir tudo: mas saturar.”

Virginia Woolf

RESUMO

Este trabalho apresenta uma reflexão sobre um fenômeno extremamente recente que vem modificando a estrutura de propriedade de capital no Brasil, partindo de uma elevada concentração acionária para um estágio inicial de dispersão, especialmente no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. Essas mudanças são determinantes na forma como ocorrem as transferências de controle e trazem consigo novos e potenciais desafios à regulação do mercado de controle acionário. A principal questão que se analisa é se a oferta pública de aquisição de ações (*tag along*) - atual mecanismo de disciplina jurídica das alienações de controle, previsto no art. 254-A da Lei das S.A - é instrumento adequado à regulação de transferências de controle minoritário. Além da análise meramente formal da aplicabilidade do dispositivo nesses casos, este trabalho procura analisar essa questão sob o enfoque dos problemas regulatórios que cada tipo de padrão de propriedade de capital apresenta, indicando, ao fim, as dificuldades que a doutrina e a jurisprudência brasileiras têm tido ao enfrentar essa questão.

Palavras-chave: oferta pública de ações, *tag along*, poder de controle minoritário, dispersão acionária, transferências de controle, art. 254-A da Lei 6.404/76.

ABSTRACT

This paper analyzes a very recent phenomenon that has been modifying the ownership structure in Brazil, starting from a high concentrated ownership system towards an early stage of dispersion, especially in the Novo Mercado of BM&FBOVESPA. These changes are determinant in how control transfers happen and bring with them new and potential challenges to the market of corporate control. The main question analyzed is whether the mandatory bid rule – the current regulatory mechanism of sales of control provided for in article 254-A of the Brazilian Corporation Law - is appropriate to regulate minority control transfers. Besides the purely formal analysis of the applicability of the device in these cases, this paper seeks to examine this issue from the standpoint of the regulatory problems that each type of ownership system presents, indicating the difficulties that the Brazilian doctrine and case law have had when dealing with this issue.

Key words: mandatory bid rule, tag along, minority control, dispersed ownership, control transfers.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO I – Transformações na estrutura de propriedade de capital e a influência na disciplina jurídica das transferências de controle	11
1.1. Da concentração para a dispersão acionária: que motivos influenciam esse fenômeno?.....	11
1.2. O recente fenômeno da dispersão acionária nas sociedades anônimas brasileiras de capital aberto	16
1.3.. Reconhecimento implícito do poder de controle minoritário na Lei das S.A.	23
1.4. A influência do padrão de propriedade do capital nos mecanismos adotados para a aquisição de controle	27
CAPÍTULO II – A regulação do mercado de controle acionário no Brasil: novos problemas	33
2.1. Regime da OPA por alienação de controle na Lei das S.A.	33
2.2. O fundamento da OPA por alienação de controle	35
2.3. Evolução histórica da OPA por alienação de controle no Brasil.....	38
2.4. Novos problemas: a regulação de transferências de controlador minoritário no Brasil.....	41
CAPÍTULO III – A (in)aplicabilidade do art. 254-A às alienações de poder de controle minoritário: doutrina e jurisprudência	46
3.1. A controvérsia na doutrina brasileira.....	46
3.2. O entendimento da CVM sobre o conceito de alienação de controle para a incidência do art. 254-A da Lei das S.A.....	51
3.3. A decisão não conclusiva no caso TIM.....	56
CONCLUSÃO	61
REFERÊNCIAS	67

INTRODUÇÃO

A expressão do título “*Da concentração para a dispersão acionária*” faz alusão ao fenômeno extremamente recente de desconcentração da estrutura de propriedade de capital das companhias brasileiras. Tradicionalmente classificado como extremamente concentrado, o sistema de propriedade de capital no Brasil atualmente se encontra em um estágio inicial de dispersão acionária, impulsionado pela criação do segmento autorregulado do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

Em um sistema concentrado, há um acionista controlador que detém pelo menos 50% mais uma ação do total do capital votante da companhia, o que lhe garante um poder de direção dos negócios incontestável por outros acionistas por meio do voto. Isso também significa que qualquer transferência de controle depende da sua exclusiva vontade.

Por outro lado, em um sistema disperso, nenhum acionista detém a maioria das ações com direito a voto na companhia. Dentro desse sistema, podemos encontrar dois padrões de propriedade de capital: o *relativamente pulverizado* e o *pulverizado*.

O padrão de interesse para o presente estudo é o *relativamente pulverizado*, no qual, embora não haja um controlador majoritário em função da dispersão acionária do mercado, um acionista, ou um grupo de acionistas em conjunto, detém participação societária suficiente para obter a maioria dos votos em Assembleia-Geral e eleger a maioria dos administradores da companhia. É esse o modelo clássico das companhias com controle minoritário, predominante nas companhias brasileiras do Novo Mercado. No decorrer deste trabalho, qualquer menção relativa a “poder de controle minoritário” refere-se exatamente a esse padrão de divisão de capital.

As transferências de controle minoritário representam atualmente um dos maiores desafios para a regulação societária do mercado de controle acionário. O atual mecanismo previsto na Lei nº 6.404/76 (“Lei das S.A.”) - a OPA por alienação de controle, nos termos do seu art. 254-A - foi feito nos moldes de uma estrutura de capital extremamente concentrada, em que não se vislumbrava a possibilidade de estruturas de capital dispersas. Portanto, a questão em torno da qual gira este trabalho é a seguinte: “A OPA por alienação de controle, nos termos do art. 254-A da Lei das S.A., é adequada à regulação de transferências de poder de controle minoritário?”.

Para essa fazer essa análise, este trabalho se divide em três partes: o **Capítulo I** busca entender os motivos por trás desse fenômeno de dispersão acionária no Brasil e como isso

influencia na forma como ocorrem as transferências de controle e, conseqüentemente, na regulação do mercado de controle acionário; o **Capítulo II** analisa a atual disciplina jurídica das transferências de controle, feita mediante a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações após a alienação do controle, evidenciando o contexto histórico da sua elaboração; e, por fim, o **Capítulo III** faz uma análise geral sobre o entendimento da doutrina e da jurisprudência brasileiras sobre a aplicabilidade (ou não) da OPA por alienação de controle nos casos de transferência de poder de controle minoritário.

O que se pretende é ir além de uma análise puramente formal de aplicação do dispositivo legal, mas procurar entender os tipos de problema e os novos desafios que esse sistema de capital disperso apresenta à regulação societária das transferências de controle minoritário e se as soluções já oferecidas pela atual lei societária são adequadas para essa regulação.

Longe de querer esgotar o tema, este trabalho busca oferecer um panorama da problemática da aplicabilidade da obrigação de realizar OPA por alienação de controle, prevista no art. 254-A da Lei das S.A., às transferências de poder de controle minoritário, a partir da análise contextualizada desse recente fenômeno de dispersão de propriedade de capital e da análise das soluções apresentadas pela doutrina e pela jurisprudência administrativa da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

CAPÍTULO I – Transformações na estrutura de propriedade de capital e a influência na disciplina jurídica das transferências de controle

1.1. Da concentração para a dispersão: que motivos influenciam esse fenômeno?

Embora houvesse uma crença de que os impulsos de globalização canalizariam uma tendência à uniformização dos padrões de estrutura de capital nos diversos países, em que estruturas mais eficientes naturalmente eliminariam as mais custosas e menos eficientes, essa não é a realidade que se observa atualmente.

Berle e Means, por exemplo, previram em sua obra clássica “*The modern corporation and private property*” de 1932¹ que as grandes corporações se desenvolveriam no sentido da extrema separação entre propriedade e controle, com grande dispersão de acionistas e a predominância do controle exercido pelos administradores². Entretanto, ao invés de uma convergência em uma modalidade única de propriedade do capital, “o século XX resultou em uma polarização de estruturas societárias em dois sistemas rivais de governança corporativa”³.

A doutrina norteamericana constata a existência de uma dicotomia entre dois sistemas de propriedade de capital a nível global atualmente, conforme explica John Coffee:

“(i) um sistema de dispersão acionária, caracterizado por mercados de valores mobiliários sólidos, padrões rigorosos de ampla divulgação das informações (*disclosure*) e alta transparência, em que o mercado de controle acionário constitui o principal mecanismo de regulação; e

(ii) um sistema de concentração acionária, caracterizado pela presença de um acionista ou grupo de acionistas detentores do bloco de controle, por mercados de valores mobiliários pouco desenvolvidos, por altos benefícios privados do controle e por baixos padrões de transparência e de divulgação das informações

¹ Adolf A. BERLE, JR. & Gardiner C. MEANS, *The modern corporation and private property*, 1932, p. 5-19.

² Os autores La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer e Vishny (“LLS&V”) notam em seu artigo *Corporate ownership around the world* que o estudo de Adolph Berle e Gardiner Means estimulou uma enorme literatura sobre o controle exercido pelos administradores. Porém, alguns estudos das décadas de 70 e 80 passaram a questionar a validade desse argumento e notam que, mesmo entre as maiores companhias americanas havia uma modesta concentração de propriedade de capital. Ademais, na década de 90, alguns estudos realizados em países desenvolvidos (Alemanha, Itália, Japão, etc.) e em países subdesenvolvidos indicaram a existência de significativa concentração na estrutura de propriedade do capital. Concluem, portanto, que a imagem de Berle e Means sobre a moderna corporação teria ficado ultrapassada. Cf. LA PORTA et. al. Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, vol. LII, n. 3, July 1997, p. 1131-1150. Disponível em: <http://faculty-research.edhec.com/mailling/drd/flds/legal_determinantsofexternalfinance.pdf>. Acesso em junho de 2013.

³ COFFEE, John. The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control (December 2000). *Columbia Law and Economics Working Paper No. 182*, p. 3. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=254097>>. Acesso em março de 2013.

(*disclosure*), em que o mercado para o controle acionário tem papel regulatório modesto, mas que pode ser possivelmente substituído pelo papel exercido por grandes instituições financeiras”(grifos nossos)⁴.

Apesar do relativo consenso sobre a existência dessa estrutura bipolar entre sistemas dispersos e sistemas concentrados, há várias discussões e teorias sobre as origens dos sistemas de dispersão acionária⁵.

A teoria do *path dependence*, dos autores Lucian Bebchuck e Mark Roe, entende que as estruturas das instituições que uma economia possui em um determinado tempo dependem das estruturas desenvolvidas em momentos anteriores⁶. Segundo essa teoria, as instituições se desenvolvem em dependência com os caminhos já traçados, que são altamente determinados pelo ponto de partida e pelas condições pré-existentes. Portanto, confere importância relevante ao papel da história, por ser determinante ao entendimento do formato das instituições, conforme se configuram hoje e também dos limites que essa trajetória acaba por determinar às suas possibilidades de mudança⁷.

De forma concreta, seu foco principal é explicar as diferentes estruturas de relativa dispersão ou concentração da estrutura da propriedade do capital em companhias abertas. Busca entender as razões por trás das notáveis diferenças nos padrões de propriedade de capital e governança existentes – isto é, como as companhias são detidas e como a autoridade é distribuída nas companhias –, mesmo em economias desenvolvidas e com conjunturas econômicas e legais semelhantes no presente.

Essa ligação com os caminhos passados se refletiria em dependências de dois tipos: (i) estrutural, ou seja, como as estruturas iniciais de propriedade de capital refletem nas

⁴ Tradução livre do trecho: “(...) (1) A Dispersed Ownership System, characterized by strong securities markets, rigorous disclosure standards, and high market transparency, in which the market for corporate control constitutes the ultimate disciplinary mechanism; and (2) A Concentrated Ownership System, characterized by controlling blockholders, weak securities markets, high private benefits of control, and low disclosure and market transparency standards, with only a modest role played by the market for corporate control, but with a possible substitutionary monitoring role played by large banks.” (Cf. COFFEE, *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*, op. cit., p.3.)

⁵ Os autores John Coffee, Lucian Bebchuck, Mark J. Roe e LLS&V fazem essa distinção entre estruturas de concentração e de dispersão acionária. Vide: COFFEE, *The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control*, op. cit., p.3; BEBCHUK, Lucian; ROE, Mark. *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*. *Stanford Law Review*. Vol. 52, pp. 471-472, 1999; Columbia Law School, Center for Studies in Law & Economics Paper No. 131, November 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=202748>>. Acesso em maio de 2013; Cf. LA PORTA et. al. *Legal determinants of external finance*, op. cit..

⁶ BEBCHUK, Lucian; ROE, Mark. *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*. *Stanford Law Review*. Vol. 52, pp. 471-472, 1999; Columbia Law School, Center for Studies in Law & Economics Paper No. 131, November 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=202748>>. Acesso em maio de 2013.

⁷ Cf. COFFEE, *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*, op. cit., p.3-4.

escolhas dos modelos subsequentes tanto de estrutura de propriedade de capital como de governança; e (ii) legal, que explica como o desenvolvimento da conjuntura legal de um país sofre influência das estruturas iniciais de propriedade do capital.

A dependência estrutural decorreria de duas razões principais: (i) eficiências, uma vez que as estruturas originárias influenciam as estruturas que serão mais eficientes posteriormente, por diversos fatores⁸; e (ii) a renda da companhia extraída pelos grupos dominantes, que teriam poder e incentivos para impedir mudanças, com o objetivo de manter os benefícios que já detêm com essa posição privilegiada nas estruturas iniciais⁹.

Por sua vez, a dependência legal às estruturas iniciais de propriedade de capital resultaria de questões de eficiência, porque, ainda que a escolha de regras legais seja considerada somente a partir de critérios de eficiência - desconsiderando o jogo político -, a estrutura de propriedade teria influência nos mecanismos legais mais eficientes, pois seriam aqueles mais adaptados ao modelo de estrutura inicial. Levando-se em conta também as questões políticas envolvidas, a dependência legal também sofreria reflexo dos interesses de grupos políticos, tendo em vista que os grupos mais influentes, geralmente os detentores do poder econômico, também visariam à perpetuação dessa estrutura de propriedade inicial¹⁰.

Portanto, todos esses fatores contribuiriam para que a estrutura originária de propriedade de capital, adotada pelas companhias de uma determinada economia em um estágio inicial, tivesse reflexos marcantes em momentos futuros. Assim, a teoria do *path dependence* oferece uma possível explicação para o fato de economias desenvolvidas, em estágio de desenvolvimento econômico e conjuntura legal semelhantes, ainda apresentarem relevantes diferenças na estrutura de propriedade de capital e de governança corporativa.

Por outra perspectiva, La Porta, Silanes, Shleifer e Vishny (“LLS&V”) centram a origem de mercados de capital disperso na existência de mecanismos legais de proteção aos minoritários. Sendo assim, a dispersão acionária só viria depois do desenvolvimento de um sistema de proteção aos acionistas minoritários. Existentes tais instrumentos de proteção aos minoritários, os controladores teriam maiores incentivos para diluir seu bloco de controle, com a garantia de que não seriam expropriados na eventualidade de uma aquisição hostil ou

⁸ Os autores dão exemplos sobre como os seguintes fatores influenciam na *dependência estrutural*: custos irrecuperáveis (*sunk adaptive costs*), complementaridades, efeitos de rede, *endowment effects*, e múltiplos ótimos (*multiple optima*). Cf. BEBCHUCK; ROE, A theory of path dependence in corporate ownership and governance, op. cit., p. 10.

⁹ BEBCHUCK; ROE, A theory of path dependence in corporate ownership and governance, op. cit., p. 23.

¹⁰ Idem, Ibidem, p. 34-35.

de uma escalada acionária¹¹. Poderiam, dessa forma, diluir o seu capital com o objetivo de levantar fundos ou diversificar os investimentos, por exemplo.

Por outro lado, em países com proteção minoritária deficiente, o custo para o acionista controlador diluir sua participação e submeter-se ao risco de perder o controle se elevaria enormemente, criando barreiras para que eventualmente optasse por abrir mão dos benefícios privados do controle¹².

Nessa linha, LLS&V possuem uma visão pessimista quanto à possibilidade de estruturas de dispersão acionária surgirem nos países que adotam o sistema romano-germânico (*civil law*), tendo em vista que a proteção aos minoritários em tais sistemas seria muito mais frágil e incipiente do que em países do sistema da *common law*.

Outro é o entendimento de Mark J. Roe no artigo “*Political preconditions to separating ownership from corporate control*”, em que defende que as condições políticas são fundamentais para o desenvolvimento de uma estrutura de propriedade de capital dispersa. Conclui que países de postura social-democrata¹³ encontrariam mais obstáculos para obter estruturas de capital disperso, por força de suas políticas governamentais¹⁴, que pressionam os administradores a tomar medidas para a manutenção de empregos, a abrir mão de alguns riscos maximizadores de lucro e a utilizar o capital ao invés de cortar gastos conforme alterações na demanda do mercado¹⁵.

John Coffee em “*The rise of dispersed ownership*” explica que o desenvolvimento de estruturas de maior dispersão acionária teria surgido a partir da iniciativa privada de criação de mecanismos de autorregulação, de maneira a garantir aos acionistas minoritários que os seus investimentos não seriam expropriados pelos donos da companhia e de que também não haveria uma aquisição hostil do controle sem o devido pagamento do prêmio¹⁶.

¹¹ Os conceitos de aquisição hostil e de escalada acionária serão explorados mais adiante, vide o item I.3 deste trabalho.

¹² LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world (August 1998). *Harvard Institute of Economic Research*, Paper No. 1840, p. 473. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=103130>>. Acesso em março de 2013.

¹³ Por democracias sociais, o autor entende serem “nações comprometidas com a propriedade privada, mas cujos governos exercem um grande papel na economia, enfatizam políticas distributivas e protegem os empregados em detrimento dos proprietários do capital em casos de conflito”. (ROE, *Political preconditions to separating ownership from corporate control*, op. cit., p. 543.)

¹⁴ ROE, Mark. *Political preconditions to separating ownership from corporate control*. *Stanford Law Review*, Vol. 53, p. 539, 2000; Columbia Law and Economics Working Paper No. 155. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=165143>>. Acesso em maio de 2013.

¹⁵ Idem, *ibidem*, p. 539.

¹⁶ COFFEE, *The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control*, op. cit., p. 8.

Nesse sentido, o autor critica a ideia de que mudanças formais na legislação seriam precedentes a um movimento no sentido de desconcentração da estrutura acionária. Esse raciocínio deveria ser feito de trás para frente. Para sustentar o seu argumento, o autor faz uma análise histórica da consolidação de estruturas desconcentradas nos Estados Unidos e no Reino Unido, tendo em conta que tais mercados não surgiram em contexto de elevada proteção legal aos minoritários, mas se desenvolveram, sobretudo, a partir de mecanismos de regulação privada.

Coffee também critica a teoria de que sistemas de desconcentração acionária só poderiam ser eficientes no sistema da *common law* e que países que adotam o sistema romano-germânico (*civil law*) não teriam condições para desenvolver estruturas desse tipo. O grande diferencial do sistema da *common law* teria sido a separação do setor privado da fiscalização e do controle centralizadores do governo, o que teria facilitado que estruturas de capital mais dispersas tivessem se desenvolvido e se consolidado¹⁷. Portanto, esse caráter mais descentralizado do sistema da *common law* teria permitido um ambiente mais propício para a ocorrência regulações privadas (*private law making*), que seria um passo inicial crucial para o desenvolvimento de mercados de valores mobiliários sólidos.

Portanto, a estrutura de dispersão acionária nos Estados Unidos e no Reino Unido teria sido possível graças a uma habilidade dos entes do setor privado de desenvolverem mecanismos substitutos a uma mudança formal. Mesmo que esses mecanismos de autorregulação não fossem os mais eficientes, ao menos eram entidades privadas ligadas ao mercado e mais adaptáveis às novas condições e oportunidades.

Dessa forma, John Coffee entende que a mudança funcional precede a uma mudança formal, e não o contrário como defenderia LLS&V. A intensificação desse processo ocorreria com o avanço da economia globalizada, que forçaria as companhias a se adaptarem e penalizaria as que mantiverem altos custos de capital¹⁸.

Ainda há controvérsias sobre a possibilidade de uma futura convergência para um modelo único propriedade de capital e de governança corporativa. Em face do acirramento da concorrência em um mundo globalizado, em que as companhias competem a nível mundial em termos de produto, mão-de-obra e mercados de capitais, estruturas mais eficientes tenderiam a se tornar dominantes. Pensando nisso, desenvolveu-se na doutrina americana uma

¹⁷ Cf. COFFEE, The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control, op. cit., p. 9.

¹⁸ Idem, Ibidem. p. 9.

teoria do “fim da história do direito societário”¹⁹. Por outro lado, teorias como a do *path dependence* ainda consideram distante essa possibilidade, pela ligação que a estruturação da propriedade de capital teria com o seu passado.

Não obstante as diversas controvérsias e críticas possíveis, essas teorias nos ajudam a entender os motivos que determinam o surgimento de sistemas de capital disperso, a partir de estruturas de sistema de capital concentrado. Como se verá adiante, tais teorias têm grande importância para a compreensão das mudanças que vêm ocorrendo na estrutura de capital brasileira, quanto aos problemas de regulação atuais e as possíveis implicações futuras.

1.2. O recente fenômeno da dispersão acionária nas sociedades anônimas brasileiras de capital aberto

A estrutura de propriedade de capital vem sendo tradicionalmente classificada como extremamente concentrada no Brasil²⁰. A formação econômica brasileira, com raízes no sistema colonial, tem reflexos nessa estrutura ainda marcadamente concentrada quanto à propriedade acionária que se observa atualmente²¹. A predominância de grandes latifúndios açucareiros à época da colonização brasileira estabeleceu desde o início da formação econômica uma estrutura concentrada de capital e de poder econômico.

Segundo Fabio Comparato, “todo poder tende à concentração, seja qual for a sociedade em que se exerça”²². Sendo o poder econômico uma força centrípeta que atrai mais poder, esse marco inicial na distribuição de propriedade no Brasil apresenta grande influência na predominância atual da estrutura de propriedade do capital concentrada nas companhias brasileiras, como defende a teoria do *path dependence*.

Entretanto, vem se observando atualmente uma mudança no sentido de desconcentração da estrutura do capital brasileiro. Esse fenômeno da dispersão acionária no Brasil tem início apenas recentemente, em um momento de prosperidade na economia global

¹⁹ Nesse sentido, vide: EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel. The economic structure of Corporate Law, p. 4-15 (1991); e Hansmann, Henry; Kraakman, Reinier. The end of history for Corporate Law. 89 GEO. L.J. 439 (2001).

²⁰ Calixto Salomão Filho afirma que o controle concentrado é um dado da realidade brasileira e apresenta algumas pesquisas sobre o nível de concentração acionária no Brasil. Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo. Malheiros, 2011, p. 77-78; e COMPARATO, Fábio; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2008, xvii, 597 p., p. 75.

²¹ Assim, afirma Fábio Comparato: “Ora, exatamente esses condicionantes estruturais mencionados acima são marcas do desenvolvimento econômico brasileiro dentro e fora das sociedades anônimas. Como salientado pelos estruturalistas cepalinos em sua análise da história econômica financeira, a economia brasileira se estrutura em torno do poder econômico desde a colônia.” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *O poder de controle na sociedade anônima*, op. cit., p. 111).

²² COMPARATO; SALOMÃO FILHO, *O poder de controle na sociedade anônima*, op. cit., p. 65.

e de acelerado crescimento do mercado de capitais brasileiro²³. Suas origens estão na criação do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, segmento especial de listagem na bolsa de valores, criado em dezembro de 2000, como mecanismo de autorregulação, em resposta à imagem negativa das companhias brasileiras no quesito de governança corporativa²⁴.

No Novo Mercado a aderência é voluntária e nele prevalecem requisitos mais elevados de governança corporativa em comparação ao nível padrão, tais como a regra “uma ação - um voto” (*one share – one vote*)²⁵; manutenção de *free float* (ações não pertencentes ao grupo controlador) mínimo de 25%; apresentação de demonstrações financeiras conforme os padrões do U.S. GAAP ou IAS; extensão da OPA por alienação de controle a 100% dos acionistas ordinários em caso de transferência de controle; e a aderência ao mecanismo de soluções de disputas de uma câmara de arbitragem²⁶.

Além do Novo Mercado, a BM&FBOVESPA também criou dois outros segmentos diferenciados, mas menos rígidos, de governança corporativa: o Nível 2 e o Nível 1. O Nível 2 tem regras semelhantes às do Novo Mercado, mas permite a emissão de ações preferenciais (ações sem direito a voto)²⁷. Por sua vez, o Nível 1 representa um avanço em relação ao segmento padrão apenas quanto à melhora na transparência (*disclosure*)²⁸. Portanto, a BM&FBOVESPA possui atualmente os seguintes segmentos: Nível padrão, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

O sucesso das primeiras operações de abertura de capital no Novo Mercado incentivou um número relevante de companhias a se listarem nesse novo segmento, o que permitiu a

²³ Luís André de Moura Azevedo nota que “a pulverização é um fenômeno ainda recente no Brasil, motivado por um ciclo relativamente curto de extremo desenvolvimento e pujança do mercado de valores mobiliários”. (AZEVEDO, Luís André. Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 217-263, p. 235).

²⁴ Para mais informações, vide: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf. Acesso em julho de 2013.

²⁵ De acordo com esse princípio, as companhias listadas no Novo Mercado somente podem emitir ações com direito a voto (ordinárias).

²⁶ BLACK, Bernard; DE CARVALHO, Antonio; GORGA, Érica. The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms (A Governança Corporativa Das Empresas Brasileiras Com Controle Privado Nacional) (September 1, 2009). *Cornell Legal Studies Research Paper No. 08-014*; ECGI - Finance Working Paper No. 206/2008; Northwestern Law & Econ Research Paper No. 09-19; U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109, p. 9. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1528183>. Acesso em janeiro de 2013.

²⁷ Idem, ibidem, p. 9.

²⁸ Idem, ibidem, p. 9.

captação de elevados montantes de investimento de capital (nacional e estrangeiro) e um acelerado crescimento do mercado acionário brasileiro nos últimos anos²⁹.

O processo de pulverização do capital das sociedades anônimas brasileiras teria sido impulsionado em 2004, com a abertura de capital da Natura, companhia historicamente fechada e de controle familiar, que obteve grande êxito na abertura de seu capital realizada no segmento do Novo Mercado³⁰. Antes da abertura do capital da Natura, só havia duas companhias listadas nesse segmento, as quais a CCR Rodovias, desde abril de 2001, e a SABESP, listada em abril de 2002³¹.

Nem mesmo a crise econômica mundial de 2008 parece ter afetado esse movimento³², que sofreu relativa queda em decorrência da crise global, mas não deixou de apresentar indicadores de que essa tendência permanecerá no mercado de capitais brasileiro.

Apesar dos entendimentos dissonantes sobre os benefícios da dispersão do capital, a maior parte da doutrina entende ser benéfica a diluição acionária no sentido de permitir uma maior fiscalização do acionista controlador, se houver, assim como estabelecer limites mais rígidos para a sua atuação³³.

Assim, tais movimentos de dispersão acionária podem induzir uma pressão positiva no mercado para uma elevação na qualidade de governança corporativa das companhias, além de oferecer uma alternativa para a poupança da população³⁴. De fato, os mercados de capitais

²⁹ Cf. MUNHOZ, Eduardo. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 285-323., p. 289.

³⁰ Com a emissão de novas ações de natureza primária ofertadas no mercado (IPO) e a realização de oferta secundária de ações do bloco de controle (block trade), a Natura passou a ter apenas ações com direito a voto (por força das regras one share – one vote do Novo Mercado), e a operação resultou na alienação de cerca de 30% do bloco de controle original, por meio de ofertas públicas (primárias e secundárias) de ações ordinárias. Cf. PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração do poder de controle e *poison pills*: evolução no mercado de capitais brasileiro. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 375-410, p. 385.

³¹ Cf. PRADO, Desconcentração do poder de controle e *poison pills*: evolução no mercado de capitais brasileiro, op. cit., p. 385.

³² Em 2008, apenas 4 empresas lançaram valores no mobiliários no mercado de capitais. Apesar disso, Eduardo Munhoz nota que a volta das operações de oferta pública de ações já teria ocorrido no segundo semestre de 2009. Nos últimos cinco anos, das 35 companhias que lançaram valores mobiliários no mercado de capitais, 30 delas eram listadas no Novo Mercado, o que corresponde a quase 90% do total. Atualmente há mais de 100 companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, sendo que em 2004 havia menos de 10. Dados disponíveis em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em maio de 2013.

³³ Sobre a discussão, vide SALOMÃO FILHO, Calixto, O novo direito societário, op. cit., p. 78 e ss.

³⁴ Calixto Salomão explica como o desenvolvimento do mercado de capitais pode exercer papel de alternativa de poupança para a população: “(u)m mercado de capitais realmente ativo torna-se o mais efetivo instrumento de transformação de poupança em investimento, exatamente porque elimina a intermediação financeira entre ambos. Além de promover o crescimento econômico, é capaz de torná-lo menos dependente da variação da taxa

mais desenvolvidos, entre os quais se destaca o dos Estados Unidos, são os que apresentam maior dispersão acionária, permitindo a maior captação de recursos para o financiamento das companhias por meio da bolsa de valores.

A mudança na estrutura de propriedade das companhias no Brasil, no sentido de uma maior dispersão acionária, foi recentemente analisada por Érica Gorga em um estudo de 2008³⁵, em que examinou o panorama geral da estrutura de propriedade de capital das sociedades anônimas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA nos anos de 2006 e 2007.

Segundo a autora, o sistema de propriedade do capital no Brasil estaria em um processo de mudança, tendo em vista que a alteração nos padrões de concentração acionária vem indicando um estágio inicial de diluição acionária³⁶. Um dos motivos para essa mudança no comportamento teria sido a busca das companhias brasileiras por financiamento no mercado de capitais³⁷.

Nesse recente estudo, faz interessante observação sobre a origem das companhias que decidiram se listar no segmento do Novo Mercado e adotar padrões mais rígidos de governança corporativa. Embora se pudesse pensar que as companhias teriam subido gradativamente na escala de governança, passando aos níveis 1 e 2 até chegar ao Novo Mercado, o que se constata é outra realidade. Parte bem expressiva das companhias listadas no Novo Mercado (quase 85%) é constituída de sociedades anônimas anteriormente de capital fechado, que optaram por abrir o seu capital diretamente nesse segmento.

No período pesquisado, o Novo Mercado tinha 92 companhias listadas, das quais 65 não apresentavam um controle majoritário. Nessas companhias destituídas de controlador majoritário, o maior acionista era titular, em média, de 26,23% das ações, os três maiores acionistas eram titulares de 47,28% e os cinco maiores acionistas de 54,73% das ações. Do conjunto de todas as companhias listadas no Novo Mercado, o maior acionista detinha em média, 36,39% do total de ações da companhia³⁸.

Porém, os acordos de acionistas produzem efeitos importantes nessa constituição e precisam ser considerados, tendo em vista que as companhias brasileiras passaram a se utilizar intensamente desse instrumento na coordenação da tomada de decisões e no exercício

de juros e dos dogmas neoclássicos dominantes para sua determinação.” (SALOMÃO FILHO, O novo direito societário, op. cit., p. 88)

³⁵ GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries (April 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em fevereiro de 2013.

³⁶ Idem, ibidem, p. 6.

³⁷ Idem, ibidem, p. 6.

³⁸ Idem, ibidem, p. 9.

do controle³⁹. Das 65 companhias que não apresentam um acionista controlador individual no Novo Mercado, 20 delas apresentavam bloco de acionistas que permitiam o exercício do controle de forma majoritária. O bloco de controle nas companhias controladas por acordo de acionistas representava em média 65,27% das ações. Desta forma, das 92 companhias listadas à época no Novo Mercado, 45 companhias efetivamente apresentavam estrutura de propriedade de capital sem controle majoritário.

Levando em conta as participações dos blocos de controle constituídos pelos acordos de acionistas, a média de ações detidas pelo maior acionista nas companhias listadas no Novo Mercado passa de 36,39%, como visto acima, para 45,22% do total das ações⁴⁰. Mesmo com tais considerações, esses dados indicam um grau de dispersão acionária muito superior ao que vinha sendo observado no padrão brasileiro⁴¹.

Quanto ao perfil dos controladores, a pesquisa indica que não houve mudanças relevantes. A estrutura de propriedade familiar continua predominante, embora se observe a redução da participação governamental nas companhias e o aumento da participação de investidores institucionais⁴².

Assim, algumas conclusões interessantes podem ser extraídas desse estudo, como a constatação de que (i) de fato, há uma maior dispersão acionária entre as companhias brasileiras, sendo bem mais evidente no Novo Mercado da BM&FBOVESPA; e (ii) a grande relevância que as companhias entrantes possuem na constituição desse Novo Mercado, em oposição às companhias tradicionalmente de capital aberto.

Primeiramente, essa liderança do Novo Mercado como impulsionador do processo de dispersão acionária vai ao encontro da análise de John Coffee, de que essa mudança partiria da iniciativa dos próprios agentes de mercado, com a criação de mecanismos de regulação

³⁹ Idem, ibidem, p. 11.

⁴⁰ GORGA, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership?, op. cit., p. 90.

⁴¹ Para tais comparações, Érica Gorga observa estudos feitos em períodos anteriores sobre a estrutura de propriedade do capital no Brasil, entre eles: Sílvia Mourthé Valadares & Ricardo Pereira Câmara Leal, Ownership and control structure of Brazilian companies⁸ (2000), disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409>; André Carvalhal-da-Silva & Ricardo Leal, Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil⁷ (Coppead Working Paper Series, Paper No. 390, Nov. 2003), disponível em <http://ssrn.com/abstract=477302>; Eduardo Schiehl & Igor Oliveira dos Santos, Ownership structure of boards of directors: Evidence on Brazilian publicly-traded companies, Revista de Administração, São Paulo, vol. 39, n. 4, out.dez./ 2004, p. 381; Dante Mendes Aldrighi & Alessandro Vinícius Marques de Oliveira, The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance: Evidence from Brazil__ (Mar. 15, 2007), disponível em <<http://ssrn.com/abstract=972615>>.

⁴² GORGA, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership?, op. cit., p. 9.

privada substitutos a uma regulação legal. É exatamente o fenômeno que se observa atualmente no Brasil. Assim, observa Frederico Simionato:

“O *novo mercado* é a resposta que o próprio mercado de capitais apresentou sobre os estatutos sociais: é como se o mercado pudesse dizer o que deseja, e sob quais orientações e condições de transparência a gestão deveria ser direcionada para alcançar fins bem específicos e interesses bem determinados.” (grifos no original)⁴³

Esse fato mostra como a iniciativa dos entes privados possui papel relevante nessa trajetória no sentido da desconcentração acionária, tendo em vista que mudanças na regulação legal do mercado de valores mobiliários seriam não só extremamente lentas, pois enfrentariam enorme resistência, ou sequer ocorreriam, como explica a teoria do *path dependence*. Essa dificuldade em se promoverem mudanças legais, em um contexto marcado pelos interesses de grupos políticos, de acordo com teoria do *path dependence*, é também observada por Fábio Comparato:

“Um dos pontos mais importantes da análise e de particular atualidade para o sistema brasileiro é aquele em que se demonstra que **a dificuldade de mudança das regras decorre basicamente do forte poder de pressão e lobby exatamente dos grupos mais favorecidos pela legislação societária** (controladores em caso de economias concentradas ou administradores no caso oposto) que adquirem enorme poder econômico e capacidade de pressão.” (grifos nossos)⁴⁴

Além disso, o movimento de dispersão acionária que se observa no Brasil contraria a postura pessimista de Lucian Bebchuck e Mark Roe, em sua teoria do *path dependence*, quanto a essa possibilidade, assim como desafia sua concepção de que a mudança de um sistema concentrado para um disperso dependeria da existência de mecanismos formais de proteção aos minoritários⁴⁵.

A resistência das companhias tradicionais à mudança ainda é perceptível, tendo em vista que as que optaram por elevar seus níveis de governança corporativa migraram

⁴³ SIMIONATO, Frederico. Considerações sobre o tag along e o direito societário brasileiro. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, v. 49, n. 153/154, p. 25-35, jan./jul. 2010, p. 29.

⁴⁴ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 110.

⁴⁵ Nesse sentido, também vinha entendendo Calixto Salomão Filho: “O que é realmente preciso é uma redefinição funcional corajosa, com claro estabelecimento dos objetivos a serem perseguidos através das estruturas societárias. Para isso então será necessário que a lei claramente interfira de modo a minar a concentração de poder societário, tão tradicional em nosso sistema. Essa definição funcional é extremamente simples. Regras societárias e de mercado de capitais devem direcionar-se a permitir a autodeterminação social com controles exercidos pelos vários centros de interesse envolvidos.” (SALOMÃO FILHO, O novo direito societário, op. cit., p. 103)

majoritariamente para os níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Tal fato confirma a teoria do *path dependence* em relação à existência de várias condicionantes históricas das dependências estruturais e legais a reforçar o sistema existente (neste caso, um sistema concentracionista).

Entretanto, o que se observa com o fenômeno brasileiro é que, apesar dessa dependência, a mudança não vem de dentro do sistema, mas de fora, tendo em vista que a força dessa alteração do paradigma de concentração acionária no Brasil vem das companhias entrantes no mercado de capitais, as quais ainda não têm uma cultura no mercado de capitais e não estão enraizadas tão fortemente a um padrão de governança e estrutura de propriedade de capital como as companhias já listadas. Tanto é assim que, como constatado, o fenômeno de dispersão acionária, ainda em estágio inicial, vem ocorrendo justamente no Novo Mercado, em que predominam as companhias entrantes.

Diante dessas constatações, podemos afirmar que atualmente coexistem dois sistemas de propriedade de capital distintos no Brasil. Uma bipolaridade que se reflete, de um lado, nas companhias de padrão de propriedade de capital concentrado, ainda predominantes; e, de outro lado, nas companhias entrantes⁴⁶, antes de capital fechado e que optaram por abrir o capital diretamente no Novo Mercado, com níveis mais elevados de dispersão acionária.

Nesse sentido, Érica Gorga nota que

“Podemos identificar dois mundos corporativos nos mercados de capital brasileiros. O primeiro mundo consiste em novas companhias que adotam melhores padrões de governança corporativa; o outro, de companhias tradicionais que não alteraram seus padrões principais de governança ou propriedade de capital. Assim, enquanto os novos entrantes elevam a qualidade de governança corporativa e competição no mercado, um grupo significativo de companhias resiste a mudanças e atua conforme previsão da teoria do *path dependence*.”⁴⁷

⁴⁶ Segundo Érica Gorga, “os novos entrantes, por si só, estão mudando o mercado para padrões mais dispersos de propriedade de capital e produzem importantes conseqüências para o controle societário e a governança corporativa.” Tradução livre do trecho: “The new entrants are, on their own, changing the market as more dispersed ownership patterns produce important consequences in corporate control and governance.” (GORGA, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership?, op. cit., p. 11)

⁴⁷ Tradução livre do trecho: “This suggests that we can identify two corporate worlds in Brazilian capital markets. One world consists of new corporations which adopt better corporate governance patterns; the other, traditional corporations which have not changed their main patterns of corporate governance or ownership. So, while new entrants increase corporate governance quality and market competition, a significant group of corporations resist changes and act as path dependence theory would predict.” (GORGA, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership?, op. cit., p. 11)

Quanto às possibilidades de uma mudança formal, o surgimento de companhias com capital disperso traz novos problemas a serem enfrentados pela regulação legal e pela CVM, de maneira que gerarão pressão para que alterações formais ocorram, como nota Érica Gorga.

Esses acontecimentos confirmam as observações de John Coffee, tendo em conta que essas mudanças funcionais ocorridas no Novo Mercado precedem às mudanças legais, que virão com a constatação da necessidade de regulação dos novos problemas que surgem com novas estruturas de propriedade de capital e também com a pressão de grupos com interesses distintos buscando tutela em face dessa nova situação.

Portanto, o fenômeno recente que vem sendo observado no cenário brasileiro indica o desenvolvimento e o amadurecimento do mercado brasileiro de capitais. Porém, é necessário que a regulação formal compreenda as peculiaridades e problemas próprios desse movimento de dispersão acionária, a fim de acompanhar a evolução que ocorre no plano fático.

1.3. O reconhecimento implícito do poder de controle minoritário na Lei das S.A.

A Lei nº 6.404 (“Lei das S.A”) foi elaborada em 1976, em um contexto histórico de elevadíssima concentração econômica, em que predominava o controle totalitário ou majoritário. A dispersão de capital estava longe de figurar como uma questão a ser abordada pela lei, por se tratar de um acontecimento muito recente, ainda em estágio bastante inicial e impulsionado com a criação do Novo Mercado em 2000. Conforme observa Calixto Salomão Filho:

“O sistema de repartição de poderes levou em conta a realidade extremamente concentrada das sociedades por ações no Brasil. Não tentou criar uma contra tendência, mas sim regulamentar a realidade existente. Com isso sem dúvida aprofundou, nesses 30 anos de vigência da Lei 6.404, a dependência do próprio modelo concentracionista. Pode-se criticar o legislador brasileiro por falta de idealismo, mas não pela ausência de realismo. O sistema foi elaborado em torno da figura do acionista controlador, verdadeiro centro decisório na sociedade.”⁴⁸

Uma das principais conquistas da Lei das S.A. foi a desconstrução do mito da ficção democrática da Assembleia-Geral, em que se entendia que as decisões tomadas na companhia

⁴⁸ SALOMÃO FILHO, O novo direito societário, op. cit., p. 99.

emanavam do seu poder de mando como instância deliberativa, sem se indagar quem de fato detinha a capacidade de dirigir as atividades sociais⁴⁹.

Modesto Carvalhosa afirma que houve uma passagem do *princípio do acionista majoritário* orientador do antigo diploma de 1940 para o *princípio do controlador* na Lei nº 6.404 de 1976⁵⁰. O princípio majoritário, em que se fundava a antiga lei de 1940, entendia que “a hegemonia dos majoritários exercia-se na Assembleia-Geral e pressupunha a titularidade da maioria absoluta das ações votantes”⁵¹. Por sua vez, a Lei das S.A. atual, no que concerne à estrutura do poder e às relações entre os acionistas, centra-se na figura do controlador, de modo que “(o) poder sobre a companhia torna-se personalizado”⁵².

De acordo com o art. 116 da Lei das S.A., entende-se por acionista controlador “a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

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

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.”⁵³

Esse dispositivo busca identificar quem é o acionista controlador - a fim de estabelecer um conteúdo mínimo de obrigações para o acionista controlador (conforme o parágrafo único do art. 116) e definir um conjunto de responsabilidades e deveres (principalmente no art. 117) - e também oferece o conceito de poder de controle na Lei das S.A.⁵⁴.

A partir de tal definição, entende-se que a Lei das S.A. admite apenas o poder de controle como interno, uma vez que deve ser exercido por titulares de ações da companhia. Embora haja várias críticas, a doutrina vem entendendo que dessa definição exclui-se tanto o controle externo, quanto o controle gerencial (*management control*)⁵⁵.

⁴⁹ EIZIRIK, Nelson. Oferta pública de aquisição: interpretação do art. 254-A da Lei das S.A. In: *Revista de Direito da Associação dos Procuradores do Novo Estado do Rio de Janeiro*, n. 14. p. 75.

⁵⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2007, p. 476.

⁵¹ Idem, ibidem, p. 482.

⁵² Idem, ibidem, p. 477.

⁵³ Ao tratar de grupos societários, a Lei das S.A. também reconhece a existência de poder de controle indireto em seu art. 243, § 2º, em que reproduz basicamente os mesmos requisitos do art. 116 para a caracterização do controle. Tal conceituação é essencial para se evitar formas de evasão do encargo de realizar oferta pública de ações. Cf. CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, op. cit., p. 493.

⁵⁴ CARVALHOSA, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, op. cit., p. 491.

⁵⁵ Nesse sentido, vide: COMPARATO; SALOMAO FILHO, *O poder de controle na sociedade anônima*, op. cit., p. 83; CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, op. cit., p. 491; e CARVALHOSA, Modesto.

O propósito da Lei das S.A. foi justamente limitar e fiscalizar a atuação de quem de fato detinha o domínio da companhia, de modo a imputar-lhe um conteúdo mínimo de obrigações, assim como um conjunto de responsabilidades e deveres. Essa instrumentalidade fica evidente quando a própria Exposição Justificativa do Projeto de Lei que deu origem à Lei nº 6.404/76 assim esclarece:

"O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua".⁵⁶

Não obstante a lei ter tido como referência uma realidade de concentração acionária, a doutrina vem entendendo que a Lei das S.A. reconheceu de maneira implícita o poder de controle minoritário. Conforme ensina Calixto Salomão Filho, “a lei societária consagra o controle minoritário como princípio dentro do capital total da sociedade”⁵⁷. Isso porque, em seu art. 15, §2º, a Lei das S.A. admite a emissão de até 50% do capital social da companhia em ações preferenciais (sem voto), sendo que, antes da alteração legislativa de 2001, o limite máximo era ainda maior, de até 2/3. Portanto, haveria uma clara opção pelo poder de controle minoritário, no que se refere ao capital total da companhia.

Mesmo no que respeita às ações com direito a voto, esse posicionamento também pode ser observado. Com exceção da regra prevista no art. 136 da Lei das S.A., que requer a maioria do capital votante para a deliberação de certas matérias, a lei permite que a segunda convocação de Assembleias-Gerais Ordinárias e Extraordinárias seja feita com qualquer quórum (arts. 125 e 135 da Lei das S.A.)⁵⁸.

Nesse contexto, é importante notar que a Lei das S.A. não exige um percentual mínimo de ações para permitir a identificação do acionista controlador⁵⁹. De acordo com o

A Dispersão Acionária e o Desaparecimento da Figura do Controlador. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 520; CARVALHOSA, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, op. cit., p. 491.

⁵⁶ LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A. (Pressupostos, Aplicação, Elaboração)*, Renovar, 1997, p. 238.

⁵⁷ COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 68.

⁵⁸ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 177-190, p. 180.

⁵⁹ Idem, *ibidem*, p. 180.

art. 116, basta deter votos suficientes para deliberar nas assembleias de modo permanente, elegendo os administradores e usando efetivamente esse poder para dirigir a empresa.

Sendo assim, o art. 116 da Lei das S.A. prevê dois requisitos importantes na caracterização do poder de controle: (i) a permanência dessa posição de preponderância; e (ii) o uso efetivo do poder⁶⁰ para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Em função desse segundo requisito, a maior parte da doutrina entende que a Lei das S.A. reconhece, ainda que implicitamente, a existência de controle minoritário⁶¹, isto é, aquele exercido pelo titular de menos de 50% das ações com direito a voto da companhia⁶². O poder de controle minoritário geralmente ocorre quando não há um acionista detentor da maioria das ações com direito a voto, sendo possível em função do grau de dispersão acionária e/ou de absenteísmo da maior parte dos acionistas; ou no caso em que, havendo tal titular, ele não exerça efetivamente o seu controle⁶³.

Conforme afirma Fábio Comparato:

“Apesar de o primeiro requisito [detenção da maioria de votos em assembleia] aparentemente indicar no sentido da exigência de controle majoritário, o segundo [uso efetivo do poder] claramente é aplicável só a casos de controle minoritário. Em caso de controle majoritário, é irrelevante o uso efetivo do poder: o acionista terá *status* de controlador e as responsabilidades dele decorrentes, seja por ação ou omissão.”⁶⁴

Nesse sentido, também reconhece Nelson Eizirik:

“O fato de o art. 116 não exigir um percentual mínimo de ações para permitir a identificação do acionista controlador, bem como subordiná-la ao efetivo exercício do poder de dominação, evidencia que a Lei das S.A. admitiu implicitamente a existência do controle minoritário.”⁶⁵

O reconhecimento da existência do poder de controle minoritário é possível pelo fato de a lei ter definido o poder de controle em função do efetivo exercício da direção das atividades sociais, e não em função da titularidade da maioria das ações⁶⁶.

⁶⁰ Assim nota Comparato, quando trata da tensão do poder de controle entre situação de fato e posição jurídica: “O art. 116, ao mencionar o requisito do uso efetivo do poder, introduz na definição elemento de fato importante, que não pode ser desconsiderado.” (COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 87)

⁶¹ COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 65.

⁶² Idem, ibidem, p. 64.

⁶³ EIZIRIK, Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, op. cit., p. 180.

⁶⁴ COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 69.

⁶⁵ EIZIRIK, Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, op. cit., p. 180.

⁶⁶ Idem, ibidem, p. 179.

Embora se possa admitir esse reconhecimento implícito, isso não significa que todos os mecanismos previstos em lei sejam diretamente aplicáveis ao poder de controle minoritário, tendo em vista o próprio escopo da lei de regular uma estrutura concentrada de capital. Cabe, portanto, analisar se os mecanismos previstos, tal com a OPA por alienação de controle, podem ser adequados à regulação de transferências de controle minoritário, cujas peculiaridades e problemas regulatórios próprios não foram levados em conta à época da sua elaboração.

1.4. A influência do padrão de propriedade do capital nos mecanismos adotados para a aquisição de controle

Os movimentos de mudança na estrutura da propriedade do capital trazem consequências significativas para a disciplina jurídica do mercado de controle acionário. Isso ocorre porque a estrutura de propriedade de capital é determinante quanto aos mecanismos a serem utilizados nas aquisições de controle e, conseqüentemente, em relação à natureza e aos tipos de problemas a serem enfrentados⁶⁷.

Os principais mecanismos de aquisição de controle em que terceira pessoa, alheia ao controle interno de determinada companhia aberta, adquire-o voluntária e onerosamente são⁶⁸: a cessão privada de controle, regulada pelo art. 254-A da Lei das S.A.; a oferta pública de tomada hostil de controle (*takeover* hostil ou OPA voluntária ou *a priori*), regulada pelo art. 257 e seguintes da Lei das S.A.; e a escalada acionária em bolsa de valores. Neste ponto, cabe fazer uma distinção importante sobre a classificação das aquisições de controle, que podem ser: **(i)** a título derivado; ou **(ii)** a título originário.

Na *aquisição derivada*, o controle é transferido diretamente da pessoa ou grupo de pessoas que detinha o controle ao adquirente, de modo que “pressupõe-se, no caso, a existência de um acionista controlador, que exercia o poder de controle e, em consequência, o aliena ao adquirente”⁶⁹. O mecanismo utilizado é a cessão privada de controle, que resulta de uma negociação privada entre o acionista controlador e o adquirente do controle, em que estabelecem contratualmente a quantidade e o valor das ações alienadas. Nessa operação, incide o art. 254-A da Lei das S.A., que prevê a obrigatoriedade de realização da OPA por

⁶⁷ MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 287.

⁶⁸ Idem, ibidem, p. 286.

⁶⁹ CARVALHOSA, Comentários à lei de sociedades anônimas, op. cit., p. 185.

alienação de controle, para garantir aos minoritários a participação no prêmio de controle e um direito de saída, como se verá mais adiante.

A *aquisição originária* resulta na formação, no patrimônio do novo controlador, de bloco de controle que não existia no patrimônio de outra pessoa ou grupo⁷⁰, de modo que implica na inexistência anterior de um controlador majoritário. Como nota Modesto Carvalhosa, “o controle não é adquirido de um acionista controlador, mas forma-se, seja por aquisições sucessivas no mercado, seja pela assinatura de um acordo de acionistas (art. 118), seja mediante oferta pública para aquisição de controle (art. 257)”⁷¹.

A oferta pública de tomada hostil de controle (OPA voluntária ou *a priori*), prevista no art. 257, ocorre quando pessoa física ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, em conjunto ou individualmente, dirige-se ao mercado e realiza oferta pública de aquisição “de todas ou parte das ações de determinadas classes, de uma companhia, mediante pagamento de certo preço ou troca por ações ou debêntures de outra companhia”⁷², com o objetivo de aquisição hostil do controle. Não há uma negociação privada entre os ofertantes e os controladores efetivos. Esse mecanismo só é possível em mercados em que haja dispersão acionária, pois “tal tomada de controle só será eficiente se inexistir controle majoritário efetivamente exercido”⁷³.

A escalada acionária em bolsa de valores ocorre a partir da aquisição sucessiva de ações com direito a voto na bolsa de valores, ou por meio de contratação privada com os acionistas minoritários, de modo a atingir um número suficiente de ações que assegurem o controle da companhia⁷⁴. A utilização desse mecanismo também só será possível em contexto de diluição acionária, quando inexistir acionista controlador majoritário.

Portanto, o mecanismo de aquisição de controle em companhias em que há um controlador majoritário (detentor de 50% do total do capital votante mais uma ação) é a cessão privada de controle. Por sua vez, nos casos de companhia *sem* controlador majoritário, os principais mecanismos são: (i) a oferta pública de tomada hostil de controle (OPA voluntária ou *a priori*), e (ii) a escalada em bolsa de valores.

⁷⁰ Idem, *ibidem*, p. 185.

⁷¹ Idem, *ibidem*, p. 185.

⁷² COMPARATO; SALOMAO FILHO, *O poder de controle na sociedade anônima*, op. cit., p. 65.

⁷³ PRADO, Roberta. *Oferta pública de ações, obrigatória nas S.A.: Tag along*. São Paulo: Quartier Latin: Fundação Getúlio Vargas, 2005, 366 p., p. 69.

⁷⁴ Idem, *ibidem*, p. 70.

No que concerne aos padrões de divisão do capital, a doutrina brasileira costuma classificar em três tipos⁷⁵:

- (a) capital concentrado (controle majoritário);
- (b) capital relativamente pulverizado (controle minoritário ou difuso⁷⁶); e
- (c) capital pulverizado (controle pulverizado ou disperso).

No caso do padrão de capital *concentrado*, a transferência de controle depende necessariamente de uma negociação com o acionista controlador, tendo em vista que decorre da titularidade de mais de 50% do capital votante. Por essa razão, a cessão privada de controle é o único mecanismo cabível para a transferência de controle majoritário, de modo que “a disciplina jurídica deve focar no conflito entre controlador e não-controladores”⁷⁷.

A grande preocupação regulatória quanto a esse padrão de capital é, por um lado, determinar a partilha do prêmio de controle, oferecendo um tratamento igualitário aos não-controladores; e, por outro, garantir-lhes um direito de saída. A tensão existente nesses casos é que os mecanismos geralmente utilizados para essa proteção aos acionistas não-controladores elevam consideravelmente os custos das operações de transferência de controle, podendo inibir a ocorrência de transferências de controle que seriam eficientes para o conjunto dos acionistas em longo prazo⁷⁸.

O padrão de capital *relativamente pulverizado*⁷⁹ ocorre quando, embora não haja um acionista titular de mais da metade do capital votante por causa da dispersão acionária no

⁷⁵ Essa divisão é feita por autores como Eduardo Munhoz e Roberta Nioac Prado quando analisam a questão do poder de controle em companhias sem controlador majoritário. Porém, Munhoz nota que a literatura não costuma fazer essa diferenciação, que seria importante na análise dos problemas decorrentes do padrão de capital relativamente pulverizado. Cf. PRADO, Desconcentração do poder de controle e *poison pills*: evolução no mercado de capitais brasileiro, op. cit., p. 376; e MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 293.

⁷⁶ Roberta Nioac Prado cita o conceito de *controle difuso* presente nos estatutos de algumas companhias abertas com esse tipo de controle, entre elas: a Eternit S.A. (“Artigo 59 (...) Parágrafo único. Significa o Poder de Controle exercido por acionista detentor de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital social da Companhia. Significa, ainda, o Poder de Controle quando exercido por acionistas que em conjunto sejam detentores de percentual superior a 50% do capital social em que cada acionista detenha individualmente menos de 50% do capital social e desde que estes acionistas não sejam signatários de acordo de votos, não esteja sob controle comum e nem atuem representando um interesse comum.”) e a Gafisa S.A. (“Art. 10 §1º, (d) (ii) (y) (...) define como ‘Exercício do Poder de Controle de Forma Difusa’ o Poder de Controle exercido por acionista detentor de menos de 50% do capital social da Companhia, assim como por acionista(s) que não se caracterize(m) como membro(s) de Grupo de Acionistas”). Cf. PRADO, Desconcentração do poder de controle e *poison pills*: evolução no mercado de capitais brasileiro, op. cit., p. 376-377.

⁷⁷ MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 293.

⁷⁸ Idem, ibidem, p. 293.

⁷⁹ Nessa classificação também estão incluídas as companhias que, apesar de não terem um acionista controlador mesmo na forma minoritária, são compostas por acionistas com influência relevante na administração. Assim, apesar da maior diluição acionária, há a presença de acionistas (geralmente famílias, fundos de pensão,

mercado, um acionista, ou um grupo de acionistas em conjunto, detém participação societária suficiente para obter a maioria dos votos em Assembleia-Geral e eleger a maioria dos administradores da companhia⁸⁰. Esse é o modelo preponderante nas companhias abertas aderentes ao Novo Mercado e é o “caso clássico das companhias com controle minoritário”⁸¹. No decorrer deste trabalho, qualquer menção relativa a “poder de controle minoritário” refere-se exatamente a esse padrão de divisão de capital.

Nesse padrão de capital *relativamente pulverizado*, o controle passa do controlador minoritário para o adquirente, podendo ocorrer mediante cessões privadas de controle. Entretanto, à diferença dos casos de controle majoritário, as transferências de controle não decorrem exclusivamente da vontade do controlador minoritário, pois podem se dar por meio de oferta pública de tomada hostil de controle e, em menor grau, por escaladas acionárias. Portanto, tanto aquisições derivadas como aquisições originárias são possíveis, a depender do mecanismo adotado pelo adquirente do controle.

Embora também haja a possibilidade de que o controlador minoritário extraia benefícios privados do controle, a preocupação maior nesses casos é limitar a adoção de mecanismos contra ofertas por parte do controlador minoritário. O objetivo da regulação nesses casos é evitar que o controlador minoritário, por meio do seu “entrincheiramento”, tome medidas no sentido de restringir transferências de controle que poderiam ser benéficas para a companhia⁸².

O padrão de capital *pulverizado ou disperso* é aquele que ocorre quando nenhum acionista, ou grupo de acionistas, possui participação relevante que lhe garanta o poder de controle da companhia⁸³. Nesses casos, o capital se encontra diluído entre inúmeros acionistas individuais, com elevado grau de dispersão de cada um deles e de absenteísmo⁸⁴, abrindo espaço para um controle administrativo ou gerencial⁸⁵ (exercido pelos administradores) da companhia.

seguradoras, fundos de investimento, etc.) com participação significativa e influência ativa na condução dos negócios da companhia. Estes não têm a mesma capacidade do controlador minoritário de extrair benefícios privados ou de adotar táticas de entrincheiramento. Porém, “não se pode desconsiderar a configuração de interesses conflitantes entre os acionistas e os demais, sem influência sobre a administração” (MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 287 e 304.)

⁸⁰ Cf. PRADO, Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro, op. cit., p. 376.

⁸¹ MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 303.

⁸² MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 303-304.

⁸³ Cf. PRADO, Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro, op. cit., p. 377.

⁸⁴ MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 287.

⁸⁵ Segundo Comparato, o controle administrativo ou gerencial (*management control*) é “aquele não fundado na participação acionária mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. (...) Dada a extrema dispersão acionária, os

Quando se trata da regulação do mercado de controle acionário de companhias de capital *relativamente pulverizado* ou *pulverizado*, a perspectiva da análise da transferência de controle deixa de ser apenas da alienação, como ocorre em casos de poder de controle majoritário, mas também da perspectiva da aquisição. Trata-se de distinção importante para a disciplina jurídica a ser aplicada às transferências de controle em companhias com controle minoritário ou sem acionista controlador⁸⁶.

Cumprido notar que não se levará em conta o padrão de *capital pulverizado ou disperso* na análise desse trabalho, tendo em vista que o nível de dispersão da realidade brasileira ainda está distante de apresentar esse padrão de capital⁸⁷. Para os fins deste trabalho, apenas o padrão de capital *relativamente pulverizado* será considerado, visto que indica problemas atuais e potenciais na realidade brasileira tal como a adequação da oferta pública de ações para a regulação de transferências de controle minoritário, com base nesse modelo de estrutura de propriedade de capital.

A partir dessa análise, passa-se à questão de como é feita a regulação do mercado de controle acionário no Brasil, por meio da OPA por alienação de controle, e os desafios que os problemas atuais e potenciais do surgimento de companhias de capital *relativamente pulverizado* vêm apresentando à doutrina e à jurisprudência brasileiras.

administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação.” (COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 71). Nota-se que há controvérsias sobre o uso da expressão de “controle gerencial”, cujo uso não seria apropriado no entendimento de Modesto Carvalhosa, por exemplo. Cf. CARVALHOSA, A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador, op. cit., p. 520.

⁸⁶ MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 286.

⁸⁷ Segundo Érica Gorga, em seu estudo já mencionado, conclui que “o controle administrativo ou gerencial (*managerial control*) está longe de ser uma realidade brasileira”, embora haja evidências que a concentração da propriedade do capital tenha diminuído nos mercados de capitais brasileiros. (GORGA, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership?, op. cit., p. 9)

CAPÍTULO II – A regulação societária do mercado de controle acionário no Brasil: o art. 254-A da Lei das S.A.

2.1. A OPA por alienação de controle na Lei das S.A.

Inicialmente, é importante delimitar os contornos da modalidade⁸⁸ de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) objeto de estudo, que é a OPA por alienação de controle - também denominada OPA obrigatória ou *tag along*⁸⁹ - prevista no art. 254-A, que ocorre *após* e como *condição de eficácia* de cessões privadas do poder de controle. Por ser uma consequência da alienação privada de controle, essa modalidade também é denominada OPA *a posteriori*.

A OPA por alienação de controle é o mecanismo previsto na Lei das S.A. para a regulação do mercado de controle acionário. Nos casos de **alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta**, a Lei das S.A., com redação dada pela Lei nº 10.303/2001, prevê a realização de oferta pública de aquisição de ações, nos termos do seu art. 254-A. Assim dispõe:

“Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.”

Pela leitura do artigo acima transcrito, os elementos principais da OPA por alienação de controle são:

- (i) decorre da alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta;
- (ii) sua realização consiste em condição, suspensiva ou resolutiva para o negócio jurídico de alienação do controle;
- (iii) deve ser estendida às ações com direito a voto; e

⁸⁸ Como já visto, a OPA voluntária ou a priori está prevista no art. 257 e ss. da Lei das S.A. e consiste em mecanismo de aquisição hostil de controle societário. A Lei das S.A. ainda prevê duas outras modalidades de oferta pública, que não se referem à transferência de poder de controle, quais sejam: a OPA por alienação de controle para cancelamento de registro de companhia aberta (art. 4º, § 4º) e a OPA por alienação de controle para aumento de participação de acionista controlador (art. 4º, § 6º), que não serão objeto deste estudo.

⁸⁹ O *tag along* é entendido como o direito de saída conjunta dos acionistas não-controladores.

(iv) o valor ofertado por cada ação deve ser no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle.

Dessa forma, ocorrida a alienação de controle, o adquirente deve realizar uma oferta pública para adquirir ações dos acionistas não-controladores detentores de ações com direito a voto, no valor mínimo de 80% do valor pago por cada ação do bloco de controle. A regulamentação é feita pela Instrução Normativa nº 361 da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) em seu art. 29⁹⁰ e seguintes.

Para efeitos da OPA por alienação de controle, o art. 254-A, §1º, da Lei das S.A. define a alienação de controle a partir de uma ampla aceção para a expressão “alienação do controle acionário”, englobando tanto os casos de alienação direta do bloco de controle, como os casos em que há alienação indireta e alienação em etapas⁹¹. Assim se observa:

“Art. 254-A § 1º Entende-se como **alienação de controle** a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.”

Esse dispositivo foi introduzido para resolver dúvidas surgidas na doutrina e na jurisprudência da CVM sobre o alcance do conceito de alienação de controle, de modo a deixar claro que “na alienação de controle a cessão de participação de qualquer componente do grupo de controle constitui alienação de controle”⁹².

O Regulamento do Novo Mercado, em seus itens 8.1 e seguintes, prevê a realização de OPA nos casos de alienação de controle nos moldes da lei societária, à diferença que estende a sua aplicação a todos os acionistas (por força da regra *one share – one vote* todas as ações possuem direito a voto) e o preço deve ser correspondente a 100% do valor pago por cada ação do bloco de controle.

⁹⁰ “Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei nº 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.”

⁹¹ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, 553p., p. 395.

⁹² COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 71.

Por ser o substrato da norma a transferência onerosa do poder de controle, o art. 29, § 5º⁹³, da Instrução da CVM nº 361, dispõe sobre a possibilidade de uma análise casuística por parte da CVM em relação a cada caso concreto, de maneira a impor a realização de OPA por alienação de controle, caso verifique ter ocorrido alienação onerosa do controle de companhia aberta.

2.2. O fundamento da OPA por alienação de controle

O elemento por trás da necessidade de realização da OPA por alienação de controle é que, nas alienações privadas do controle, além do próprio valor que as ações pertencentes ao bloco de controle recebem por seu valor individual, existe um prêmio de controle acrescido a tais ações. Segundo Fábio Comparato, “(a) cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 49% dessas ações, não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa do objeto”⁹⁴. Isso ocorre pelo fato de tais ações juntas representarem o poder de controle da companhia e a possibilidade de dirigir a organização empresarial⁹⁵.

O fundamento é que, se essa transferência de controle não é regulada, há grande tentação por parte dos controladores e dos adquirentes de extraírem benefícios em interesse próprio, tendo em vista que as negociações ocorrem em âmbito privado.

Portanto, o objetivo da OPA por alienação de controle é a proteção dos interesses dos acionistas não-controladores⁹⁶, uma vez que (i) possibilita que a partilha do prêmio de controle seja compartilhada com os demais acionistas; (i) previne abusos por parte do

⁹³ Art. 29. § 5º Sem prejuízo da definição constante do parágrafo anterior, a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.

⁹⁴ COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 268.

⁹⁵ Fábio Ulhoa Coelho menciona alguns “poderes especiais” do acionista controlador: “O controlador, além de participar dos resultados da empresa, como a generalidade dos acionistas, tem o poder de eleger administradores, definir a remuneração deles, fixar a orientação última dos negócios, alterar a estrutura jurídica da sociedade, influir no seu planejamento estratégico, etc.” (COELHO, Fábio. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2012.)

⁹⁶ Conforme afirma Frederico Simionato: “O *tag along*, como regra geral, seria a compreensão de que o legislador teve diante dos incontáveis abusos praticados em sede acionária contra os *interesses* dos acionistas ordinários minoritários. ‘Interesse’ não tem necessariamente, o sentido ou conotação de *direitos*. O termo ‘interesse’ trata apenas da conotação que lhe é implícita de *pretensão, desejo*, algo que se espera ser *aceitável* ou *equânime* do ponto de vista *econômico*.” (grifos no original) (SIMIONATO, Frederico. Considerações sobre o *tag along* e o direito societário brasileiro. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, v. 49, n. 153/154, p. 25-35, jan./jul. 2010, p. 27.)

acionista controlador; e (iii) garante um direito de saída aos acionistas não-controladores (*tag along*)⁹⁷.

A tensão regulatória existente nesses casos é manter uma calibragem entre a proteção aos acionistas não-controladores e o estímulo à ocorrência de transferências de controle. Isso ocorre porque a OPA onera artificialmente a operação de transferência de controle, exigindo aos adquirentes aportar recursos correspondentes não só à quantidade de ações necessárias para garantir o controle, mas também ao custo decorrente da eventual aderência à oferta pública pelos acionistas não-controladores aos quais se destina.

O aumento de custos tem reflexos na própria frequência com que ocorrem as alienações de controle, que, muitas vezes, podem ser benéficas e necessárias, nos casos de administrações ineficientes. Nesse sentido, é necessário buscar o equilíbrio entre a proteção de minorias, de um lado, e a promoção de trocas de controle, por outro, tendo em vista a importância de ambas para um desenvolvimento saudável dos mercados de capitais.

Tanto na doutrina estrangeira como na brasileira há diversos posicionamentos e justificativas quanto à natureza do prêmio de controle e a quem deveria ser estendido. A depender da solução adotada para essa questão, altera-se a percepção do princípio de tratamento igualitário dos acionistas não-controladores, por se tratar de questões que caminham interligadas. De uma maneira geral, podemos identificar três entendimentos principais, em relação a quem pertence o prêmio de controle:

- (i) exclusivamente aos acionistas controladores;
- (ii) a todos os acionistas que participam do capital social; ou
- (iii) apenas ao controlador e aos acionistas não-controladores com direito a voto.

O primeiro entendimento corresponde à posição mais liberal na doutrina americana, adotada por Manne, Easterbrook, Fischel e Posner⁹⁸. Tais autores, que defendem a liberdade de mercado e seu desenvolvimento, entendem que o prêmio de controle pertence ao acionista controlador e que não há qualquer ilegalidade na sua apropriação. Na doutrina brasileira, tal posicionamento é adotado por Lamy Filho e Bulhões Pedreira, Requião e Comparato, que o

⁹⁷ FRAZÃO, Ana. A oferta pública na alienação de controle e a proteção dos minoritários. In: *Revista de direito empresarial*, n. 4, p. 219-243, jul./dez. 2005, p. 221.

⁹⁸ PRADO, Oferta pública de ações, obrigatória nas S.A.: *Tag along*, op. cit., p. 327.

justificam pelo fato de o acionista ter responsabilidades e deveres próprios definidos na lei, o que lhe conferiria o direito à integralidade do prêmio de controle⁹⁹.

De acordo com o segundo entendimento, defendido por Berle e Means, o controle é um ativo social da companhia, e, portanto, integra o seu patrimônio. Nesse sentido, apenas a companhia poderia extrair benefícios do controle, inclusive do prêmio de controle¹⁰⁰. Conclusão: o prêmio de controle deveria ser dividido entre todos os acionistas da companhia que participam do capital social. Na doutrina brasileira, essa posição é defendida por Calixto Salomão Filho, Nélon Cândido Motta e Norma Parente, embora baseados em justificativas diferentes¹⁰¹.

Nesse sentido, Calixto Salomão Filho entende que o prêmio de controle deve ser estendido a todos os acionistas sempre que houver cessão da organização empresarial. Por sua vez, a limitação do sobrepreço pago aos acionistas controladores e não-controladores com direito a voto se justificaria quando fosse contraprestação diretamente do direito de voto, ou seja, quando o prêmio de controle fosse atribuído apenas com base na perspectiva da rentabilidade¹⁰².

Como desencadeamento do entendimento anterior, William Andrews¹⁰³ sustenta que os acionistas controladores podem alienar suas ações no momento e pelo preço que considerarem razoáveis, desde que os titulares de ações de mesma espécie e classe recebam o mesmo tratamento. Dessa forma, haverá ilegalidade apenas se não for cumprido esse tratamento igualitário aos acionistas não-controladores da companhia.

Alexandre Wald acompanha esse último entendimento, no sentido de que “a oferta pública prevista no art. 254, embora represente um ônus para o adquirente do controle, pode ser saudável por representar o veículo através do qual o valor do controle é distribuído entre todos os acionistas com direito a voto”¹⁰⁴.

O legislador brasileiro, no art. 254-A da Lei nº 6.404/76, optou expressamente por estender a oferta pública de aquisição de ações apenas aos acionistas não-controladores titulares de ações com direito a voto. Tal opção legislativa parte do entendimento de que o

⁹⁹ FRAZÃO, A oferta pública na alienação de controle e a proteção dos minoritários, op. cit., p. 224.

¹⁰⁰ TESTA, Pedro. The Mandatory Bid Rule in the European Community and in Brazil: A Critical View (August 2006). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=943089>, p. 20. Acesso em novembro de 2011.

¹⁰¹ PRADO, Oferta pública de ações, obrigatória nas S.A.: Tag along, op. cit., p. 331.

¹⁰² SALOMÃO FILHO, O novo direito societário, op. cit., p. 157.

¹⁰³ ANDREWS, William. The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares. In: *Harvard Law Review*, Volume 78, 1965, P. 505-563.

¹⁰⁴ WALD, Alexandre. A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas. *Revista da CVM*, 4/2, n. 13, 1986, apud LOBO, Jorge. Tag along : uma análise à luz da Escola do Realismo Científico / Jorge Lobo. -- In: *Revista do Ministério Público / Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro*, n. 43, p. 41-60, jan./mar. 2012, p. 244.

prêmio deve ser dividido entre todos os titulares de mesma espécie e classe. Entretanto, fica mitigado o princípio de tratamento igualitário, na medida em que o legislador optou por estender apenas 80% do valor de controle a tais acionistas, haja vista que os 20% restantes ainda podem ser apropriados pelo controlador alienante.

2.3. Evolução histórica da OPA por alienação de controle no Brasil

Ao longo do seu desenvolvimento, a regulação por meio da OPA por alienação de controle sofreu influências político-governamentais e a sua condução ficou ao sabor de políticas macroeconômicas implantadas pelo governo, em detrimento dos interesses dos acionistas não-controladores. Desde o início, a tramitação no Poder legislativo foi conturbada e tumultuada, em face dos vários interesses que estavam envolvidos. Isso resultou em grande incerteza e insegurança jurídica na sua aplicação.

A regulação das alienações privadas de controle no direito brasileiro, feita por meio da OPA por alienação de controle, apresentou três momentos principais¹⁰⁵:

- (i) a sua previsão em 1976, pelo art. 254 da Lei das S.A.;
- (ii) a sua revogação em 1997, pela Lei nº 9.457; e
- (iii) sua posterior reintrodução em 2001, pela Lei nº 10.303, atualmente prevista no art. 254-A da Lei das S.A..

Antes da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76), as sociedades por ações eram reguladas pelo Decreto-Lei nº 2.627/1940, que permaneceu vigor até 15 de dezembro de 1976 e não previa nenhuma espécie de regulação das cessões ou tomadas de controle das companhias abertas.

Sequer havia uma definição legal de controle no direito brasileiro¹⁰⁶. Tal definição é importante na atribuição de deveres e responsabilidades aos controladores, assim como na disciplina da alienação de controle e da obrigação de realizar oferta pública de ações¹⁰⁷. O risco de uma indefinição legal era especialmente sentido na harmonia e na aplicabilidade do sistema legal, deixando expostos interesses dignos de proteção, tanto no âmbito público

¹⁰⁵ Para uma explicação histórica detalhada, vide: CARVALHOSA, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, op. cit., p. 152-153 e 191-199.

¹⁰⁶ COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 79.

¹⁰⁷ Idem, ibidem, p. 70.

quanto no privado¹⁰⁸. Essa ausência de definição legal também tinha reflexos em matéria de grupos societários¹⁰⁹.

A primeira inserção do mecanismo de oferta pública de aquisição de ações ocorreu com o art. 254¹¹⁰ da Lei das S.A.¹¹¹, que previa tratamento igualitário a todos os acionistas não-controladores em uma alienação de controle. Impunha-se ao adquirente a obrigação de realizar oferta pública de aquisição de ações aos acionistas não-controladores e de oferecer o mesmo preço pago ao alienante do bloco de ações que lhe asseguravam o poder de controle.

Nota-se que a redação desse artigo deixava margem a interpretações quanto à extensão ou não aos acionistas titulares de ações preferenciais (sem direito a voto). Tal questão foi prontamente resolvida com a Resolução nº 401 do Banco Central, de 22 de dezembro de 1976, ao estabelecer que os destinatários da oferta pública de ações eram os acionistas não controladores titulares de ações com direito a voto¹¹².

Tal resolução, em seu item IV, também estabeleceu um critério objetivo para a caracterização do controlador minoritário, presumindo-o na pessoa titular de ações que assegurasse a maioria dos votos nas três últimas Assembleias-Gerais da companhia¹¹³. Essa resolução foi bastante questionada por ter ampliado a extensão do então vigente art. 254 da Lei das S.A, referente à obrigação de realização de oferta pública de ações, assim como pela sua suscetibilidade a fraudes¹¹⁴. Tal dispositivo, juntamente com toda a Resolução nº 401/1976, foi expressamente revogado pela Resolução CMN nº 2.927/2002¹¹⁵.

¹⁰⁸ COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 80.

¹⁰⁹ Idem, ibidem, p. 80.

¹¹⁰ Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários. (Revogado pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 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. (Revogado pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 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. (Revogado pela Lei nº 9.457, de 1997) § 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta. (Revogado pela Lei nº 9.457, de 1997)

¹¹¹ CARVALHOSA, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, op. cit., P. 192.

¹¹² 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.

¹¹³ 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 vinculados por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é o **titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia**.

¹¹⁴ PRADO, Oferta pública de ações, obrigatória nas S.A.: Tag along, op. cit., p.138.

¹¹⁵ EIZIRIK, Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, op. cit., p. 188.

Em um segundo momento, os artigos que previam a OPA por alienação de controle foram revogados pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997. Modesto Carvalhosa afirma que em tal reforma “foram cassados fundamentais direitos dos acionistas minoritários, para, assim, facilitar o acelerado processo de privatização de empresas controladas pela União naquele período (1997-1999)”¹¹⁶.

Por ser conveniente aos interesses do governo, a revogação da OPA por alienação de controle ocorreu na ocasião da implantação da política macroeconômica de privatizações do governo do presidente Fernando Henrique Cardoso. O objetivo era viabilizar os programas de privatização de companhias estatais e sociedades de economia mista, reduzindo os custos na transferência do controle. Dessa forma, os prêmios de controle puderam ser integralmente apropriados pela União, enquanto acionista controladora de tais companhias à época¹¹⁷.

Durante esse intervalo de ausência de regulação por meio da OPA por alienação de controle, foram vários os abusos praticados pelos controladores e adquirentes do poder de controle, notadamente o fechamento branco de capital¹¹⁸ e a obtenção de ágios astronômicos. Conforme observam Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, “(t)al medida constituiu um enorme retrocesso em nosso sistema de direito societário, tendo sido altamente lesiva aos interesses dos acionistas minoritários”¹¹⁹.

Com o fim do período das privatizações, já não havia interesse governamental em manter a ausência de previsão da OPA por alienação de controle. Assim, em um contexto político e econômico diferente, esse mecanismo regulatório foi reintroduzido no regime jurídico brasileiro com a promulgação da Lei nº 10.303, de 31.10.2001.

O art. 254-A da Lei das S.A. passou a prever, quando da alienação do controle de companhia aberta, a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição das ações com direito a voto, devendo o adquirente oferecer aos titulares de tais ações o preço de, no mínimo, 80% do valor pago por cada ação integrante do bloco de controle.

Em termos de proteção aos minoritários, a nova redação não restaurou a previsão originária do art. 254 da Lei das S.A., que previa a extensão de 100% do valor pago por cada ação alienada no bloco de controle.

¹¹⁶ CARVALHOSA, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, op. cit., p. 486.

¹¹⁷ CARVALHOSA; EIZIRIK, A Nova lei das S/A, op. cit., p. 386.

¹¹⁸ Como notam Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik: “Em alguns casos, após a extinção da oferta pública obrigatória, os novos controladores compravam no mercado quantidades significativas de ações de emissão das companhias, suas novas controladas, reduzindo gradativamente a liquidez de tais papéis, para depois promoverem o *fechamento de seu capital*, aos preços que lhes fossem mais convenientes.” (CARVALHOSA; EIZIRIK, A Nova lei das S/A, op. cit., p. 387)

¹¹⁹ CARVALHOSA, EIZIRIK, A Nova lei das S/A, op. cit., p. 387.

Conforme bem observa Nelson Eizirik:

“Assim, não se restaura o princípio do tratamento igualitário contido originalmente no art. 254 da Lei 6.404/76; ao contrário, consagra-se, expressamente, o princípio do valor diferenciado de ações da mesma espécie: as ações ordinárias integrantes do bloco de controle, detidas pelos acionistas controladores, valem mais do que as não integrantes, detidas pelos acionistas minoritários.”¹²⁰

O argumento para não estender o valor mínimo de 100% era de que a apropriação de parte do ágio pelo acionista controlador se justificaria por seu dever de conduzir o empreendimento ao sucesso e por possuir responsabilidades diferenciadas em relação aos demais acionistas¹²¹. Pode ter sido também uma estratégia empregada para atenuar os custos da oferta pública, amenizando o efeito negativo da oferta pública quanto à inibição de transações de transferências de controle¹²².

Em nenhuma das previsões da lei societária, entretanto, houve a possibilidade de extensão desse tratamento aos minoritários titulares de ações preferenciais, o que gera várias discussões na doutrina sobre a devida extensão dessa proteção. Atualmente, os destinatários da OPA por alienação de controle são apenas os titulares de ações com direito a voto que não integram o bloco de controle.

2.4. Novos problemas: a regulação de transferências de controlador minoritário no Brasil

A diluição do controle traz novos problemas que exigem soluções específicas. O fenômeno recente que vem sendo observado no cenário brasileiro indica o desenvolvimento e o amadurecimento do mercado de capitais no Brasil. Porém, é necessário que a regulação societária acompanhe a evolução que ocorre no plano fático¹²³, desenvolvendo ou adaptando mecanismos regulatórios com o objetivo de garantir segurança jurídica e evitar circunstâncias propícias ao abuso de controladores minoritários.

As companhias com controle minoritário representam atualmente um dos maiores desafios a serem encarados pela regulação brasileira do mercado de controle acionário, especialmente por serem uma novidade no mercado de capitais e terem relevância notável no

¹²⁰ EIZIRIK, Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, op. cit., p. 74.

¹²¹ CARVALHOSA, EIZIRIK, A Nova lei das S/A, op. cit., p. 390.

¹²² MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 296.

¹²³ SALOMÃO FILHO, O novo direito societário, op. cit., p. 157.

Novo Mercado da BM&FBOVESPA. O controle gerencial, por sua vez, não apresenta problemas atuais, sendo uma realidade distante no nosso país.

Porém, como já visto, o mecanismo da OPA por alienação de controle foi pensado em uma realidade de controle totalitário ou majoritário, em que os problemas decorrentes do poder de controle minoritário sequer eram vislumbrados. Assim, nota Eduardo Munhoz:

“A orientação brasileira bem denota o grau de concentração do controle nas companhias abertas do país. **O paradigma único tomado pelo regulador é o da companhia com controlador majoritário, cujo poder é sempre objeto de alienação. Não houve preocupação do legislador com a hipótese da aquisição originária do controle**, simplesmente porque tal possibilidade era inexistente na realidade brasileira até pelo menos os anos 2000, em virtude da estrutura extremamente concentrada do capital até então vigente.”¹²⁴

Sendo assim, os mecanismos de regulação societária objetivavam fiscalizar a atuação do controlador - que naquela realidade significava o controlador detentor de mais de 50% das ações - e, conseqüentemente, limitar os benefícios privados que poderiam ser extraídos em alienações privadas de controle¹²⁵, conferindo tratamento igualitário aos acionistas não-controladores.

Como ferramenta regulatória, a lei societária tinha como alvo um contexto de elevada concentração acionária, de modo a oferecer soluções aos problemas que se apresentavam à época da sua elaboração. Portanto, a legislação brasileira atual não anteviu a possibilidade da dispersão acionária e tampouco antecipou soluções para os problemas que dela poderiam decorrer. Embora se entenda que a Lei das S.A. reconheceu o poder de controle minoritário de maneira implícita, não foram adotados mecanismos destinados a regular especificamente as transferências de controle minoritário.

A grande questão nesse caso é verificar se os mesmos mecanismos utilizados para regular alienações privadas de controle são adequados para regular transferências de controle nos casos de capital relativamente pulverizado. É necessário analisar se há uma adequação finalística, ou se, pelo menos, é possível uma adaptação dos mecanismos de regulação atualmente existentes.

¹²⁴ MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 310-311.

¹²⁵ De acordo com Gilson e Gordon, os benefícios privados do controle são aqueles que benefícios extraídos pelo controlador que não são estendidos aos acionistas não controladores. Cf. GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. Controlling Controlling Shareholders (June 2003). *Columbia Law and Economics Working Paper No. 228*; *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 262*, p. 2. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em abril de 2013.

Quando se trata da regulação do mercado de controle acionário de companhias de capital relativamente pulverizado, a perspectiva da análise da transferência de controle deixa de ser apenas da alienação, como ocorre em casos de controle majoritário, mas passa a abranger também a perspectiva da aquisição. Tal distinção é fundamental para o regime jurídico a ser aplicado às transferências de controle em companhias com controle majoritário e em companhias com controle minoritário¹²⁶.

Como visto anteriormente, no padrão de capital *relativamente pulverizado*, a aquisição de controle pode ser feita tanto por aquisição derivada (negociada diretamente com controlador minoritário por meio de cessão privada do controle), como por meio de aquisição originária, principalmente pelo mecanismo de *takeover* hostil. Essa é uma importante distinção em relação ao padrão concentrado, em que a transferência de controle só se opera com a adesão do controlador majoritário, por meio de negociação privada (aquisição derivada).

Diante de uma ausência de regulação legal dessas formas de aquisição de controle originárias nessa nova estrutura de propriedade de capital emergente (de capital *relativamente pulverizado*), especialmente no Novo Mercado, as companhias utilizam-se da regulação contratual para substituir essa lacuna na regulação, como se observa no caso das “*poison pills* brasileiras”. Trata-se de medidas defensivas de proteção à tornada hostil de controle, inseridas nos estatutos sociais de companhias abertas brasileiras com capital disperso.

Tais soluções contratuais, surgidas como iniciativa do próprio mercado, buscam resolver alguns problemas que vinham surgindo, tais como: “ofertas coercitivas, problema de coordenação dos acionistas, tratamento diferenciado entre acionistas, instabilidade da administração e impossibilidade do estabelecimento de estratégias que visem ao interesse de longo prazo dos acionistas, entre outros”¹²⁷.

Segundo Calixto Salomão Filho, em mercados de capitais razoavelmente desenvolvidos e com companhias cujos valores mobiliários contam com algum grau de dispersão, tais mecanismos são adotados com dois objetivos principais: a garantia da dispersão acionária e a proteção do controle já estabelecido¹²⁸.

Diante da ausência de regulação nesses casos, a solução contratual pode pender para a proteção do controle já estabelecido, (i) impedindo a formação de minorias que possam, no curto ou médio prazo, contestar o poder do controlador minoritário; e (ii) bloqueando

¹²⁶ MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 286.

¹²⁷ Idem, ibidem, p. 311.

¹²⁸ SALOMÃO FILHO, O novo direito societário, op. cit., p. 172 e ss.

transferências de controle que poderiam ser eficientes e benéficas em uma perspectiva a longo prazo¹²⁹.

Portanto, a regulação societária deve atuar especialmente no sentido de adotar medidas para vedar a possibilidade de aquisição do controle sem que seja pago o prêmio pelo controle, assim como evitar que o controlador minoritário adote medidas que resultem no seu entrenchamento e na inibição excessiva de transferências de controle, o que prejudica o desenvolvimento do mercado de controle acionário.

Sem a pretensão de aprofundar no tema¹³⁰, aborda-se essa questão das *poison pills* para mostrar como a dispersão acionária traz novos problemas regulatórios que surgem no âmbito de companhias de capital *relativamente pulverizado*. Desta forma, ainda que se entenda pela aplicação da oferta pública de ações nos casos de alienação privada do controle minoritário, é necessário que as soluções regulatórias também considerem os problemas advindos da possibilidade de aquisição hostil do controle.

A questão sobre a obrigatoriedade de realização de oferta pública nesses casos se insere dentro dessa problemática maior. Como visto, a oferta pública é voltada para a regulação da **alienação de controle** em estruturas concentradas. Por ser voltada para a regulação da alienação de controle, fica descartada a sua aplicação nos casos de aquisição originária¹³¹, como entende a maior parte da doutrina e a CVM.

Segundo Eduardo Munhoz, a abordagem da OPA por alienação de controle seria incompatível com as transferências de companhias com controlador minoritário, tendo em vista que nesses casos seria irrelevante verificar a ocorrência ou não de alienação de controle. O foco deveria ser a análise da modificação de controle, independentemente de resultar ou não de alienação ou aquisição originária, tendo em vista que tais hipóteses resultariam nos mesmos problemas regulatórios¹³².

Nesse sentido, ainda que não descartada, difícil se torna afirmar a possibilidade de adequação do art. 254-A em casos de transferências de poder de controle minoritário, ao

¹²⁹ MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 314.

¹³⁰ Sobre o assunto, vide: MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 311 e ss.; PRADO, Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro, op. cit.; MÜSSNICH, Francisco, MELO, Vítor. Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas (*Brazilian Pills*). In: *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa* / coordenador: Luiz Fernando Martins Kuyven, São Paulo. Saraiva, 2012; SALOMÃO FILHO, Calixto, O novo direito societário, op. cit., p. 171 e ss.; P. Salles de Toledo, *Poison Pill: modismo ou solução?*, *Direito societário – desafios atuais*, R. Monteiro de Castro e L. Aragão (org.), São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 157-176.

¹³¹ Cf. CARVALHOSA, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, op. cit., p. 185.

¹³² Idem, ibidem, p. 318.

menos como mecanismo único de regulação, visto que os problemas enfrentados são diferentes.

No próximo capítulo, serão analisados os entendimentos adotados pela doutrina e pela jurisprudência ao enfrentar a questão da adequação formal do art. 254-A aos casos de alienação de controle minoritário.

CAPÍTULO III – A (in)aplicabilidade do art. 254-A às alienações de poder de controle minoritário: doutrina e jurisprudência

3.1. A controvérsia na doutrina brasileira

A possibilidade de incidência da OPA por alienação de controle nos casos de alienação do poder de controle minoritário é um tema dos mais controversos na atualidade, tendo em vista que o seu possível enquadramento na legislação atual ainda é bastante discutido.

Com o recente fenômeno de dispersão acionária no Brasil, surge um novo problema quanto à identificação desse poder de controle minoritário, que escapa à mera constatação de uma maioria consolidada no capital votante. A análise da existência (ou não) de alienação de controle passa pelo conceito de controle nesses casos.

A problemática está em entender qual é o conceito de poder de controle para efeitos de incidência da OPA por alienação de controle. O objetivo disso é verificar se a Lei das S.A. admitiu a possibilidade da alienação de poder de controle minoritário. E, em se admitindo, quais critérios poderiam ser utilizados para identificar um poder de controle que é essencialmente de fato¹³³.

Assim, a primeira questão para a doutrina é verificar em que medida o *conceito de controle* previsto no art. 116 da Lei das S.A. se aplica ao *conceito de alienação de controle* previsto no art. 254-A, para a disciplina jurídica da OPA por alienação de controle. Como visto anteriormente, o art. 116, ao definir o acionista controlador, apresenta também o conceito de poder de controle para a Lei das S.A.¹³⁴. O centro dessa controvérsia é examinar se a finalidade do art. 116 é tão somente estabelecer um centro de imputação de deveres e responsabilidades ao controlador, ou se também é aplicável para a disciplina jurídica da alienação de controle e da oferta pública de ações.

¹³³ Conforme afirma Roberta Nioac Prado: “Esta espécie de exercício de poder de controle [minoritário] pode ser também denominada ‘controle de fato’, pois não há situação de direito, tal qual ocorre em relação ao poder de controle majoritário, que assegure ao seu titular o controle efetivo e permanente da companhia. Ou seja, seu poder de controle dependerá de outras variáveis, tais como a maioria das ações com direito a voto, de emissão da companhia.” (PRADO, Oferta pública de ações, obrigatória nas S.A.: Tag along, op. cit., p. 136)

¹³⁴ CARVALHOSA, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, op. cit., p. 491.

Embora já citados anteriormente, vale rever o art. 116 e o art. 254-A da Lei das S.A. para efeitos da análise:

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

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

“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.”

Segundo Fábio Comparato, o exercício apenas momentâneo desse controle seria suficiente para caracterizar o controle e o acionista controlador no que se refere à disciplina de deveres e responsabilidades aos controladores, previstos no art. 117 da Lei das S.A.. Tal entendimento permitiria a responsabilização do eventual controlador por prejuízos causados à companhia e/ou aos acionistas minoritários durante o exercício do controle. Um dos argumentos é que a maioria dos atos de exercício abusivo de poder elencados no § 1º do art. 117 se refere a atos pontuais ou de duração determinada¹³⁵.

Quanto à caracterização do acionista controlador para a disciplina da responsabilização, entende que bastaria o preenchimento do requisito da alínea “a” do art. 116, sendo que o requisito da alínea “b” (exercício efetivo) seria aplicável apenas para a caracterização do poder de controle minoritário¹³⁶. Por tal razão, admite que o controlador majoritário seja responsabilizado também por omissão. No entanto, a maior parte da doutrina entende ser necessário o preenchimento dos dois requisitos do art. 116 para a caracterização do acionista controlador, de modo que o controlador majoritário não seria responsável nos casos do uso não efetivo desse poder¹³⁷.

¹³⁵ COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 70.

¹³⁶ Idem, ibidem, op. cit., p. 67.

¹³⁷ Nesse sentido, afirma Modesto Carvalhosa: “Mas há um terceiro requisito, que, embora complementar dos outros dois, é fundamental para que se identifique o controle. Trata-se da efetividade na condução dos negócios sociais e, conseqüentemente, no funcionamento dos órgãos da companhia. (...) Esse terceiro requisito foi consagrado pela Lei n. 10.303, de 2001, que introduziu no art. 118 a ingerência direta dos controladores na gestão da companhia.” (CARVALHOSA, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, op. cit.; p. 491). Nesse

Por sua vez, nas questões ligadas à disciplina da alienação de controle e da oferta pública de ações, Comparato defende que haveria a necessidade de um poder estável sobre a organização empresarial, com a consolidação de uma posição jurídica, tendo em vista a dimensão das consequências, sobretudo do ponto de vista patrimonial¹³⁸.

Daí surgiria a necessidade de se estabelecer critérios definidos para a identificação desse poder de controle para fins de alienação, de modo a garantir maior previsibilidade e segurança jurídica às alienações de controle. Para a disciplina jurídica da oferta pública, portanto, entende que o controle deveria assumir forma mais rígida, de modo que a necessária estabilidade para a sua caracterização tenderia a ser preenchida com a titularidade da maioria das ações do capital votante¹³⁹.

Nesse entendimento, Nelson Eizirik entende que o conceito de poder de controle previsto no art. 116 não seria automaticamente aplicável para fins da disciplina da alienação de controle (art. 254-A), pois tal dispositivo objetivaria identificar o acionista controlador para lhe atribuir deveres e responsabilidades. Nesse sentido, afirma que

“(…) **não se pode confundir a titularidade do controle acionário**, que pressupõe a propriedade de ações representativas de mais da metade do capital votante, **com o seu mero exercício**, o qual pode decorrer de circunstâncias fáticas relacionadas à estrutura acionária da companhia.”¹⁴⁰

Segundo Eizirik, a exigência apenas do exercício efetivo do poder de controle seria perfeitamente adequada à responsabilização de quem exercesse o controle ao momento em que se praticou a conduta lesiva, independentemente do percentual de participação acionária¹⁴¹. O art. 116 visaria a identificar o acionista controlador e permitir a sua

sentido, vide EIZIRIK, Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, op. cit.; e CARVALHOSA, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, op. cit.; MUNHOZ, Eduardo. Desafios do direito societário da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: *Direito societário: desafios atuais* / coordenação: Rodrigo R. Monteiro de Castro, Leandro Santos de Aragão ; Modesto Carvalhosa São Paulo: Quartier Latin, 2009.

¹³⁸ Quanto à necessidade de uma estabilidade do poder de controle para efeitos de alienação, Fábio Comparato explica que “o controle só pode representar valor da organização empresarial quando gerar poder estável sobre ela.” (COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 70.)

¹³⁹ COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 71.

¹⁴⁰ EIZIRIK, Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, op. cit., p. 186.

¹⁴¹ Segundo Nelson Eizirik, “(o) objetivo essencial da lei societária, ao permitir a identificação do acionista controlador, foi possibilitar a sua responsabilização por atos abusivos eventualmente praticados no exercício do poder de controle.” (EIZIRIK, Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, op. cit., p. 80)

responsabilização, de modo que a aplicação do critério previsto nesse dispositivo a todas as alienações de controle poderia produzir resultados equivocados¹⁴².

Por outro lado, Erik Oioli refuta tais argumentos, indicando que não seria razoável que a lei acionária trabalhasse com dois conceitos de acionista controlador, um para fins de responsabilização e outro para fins de aplicação da oferta pública. O fundamento nas duas disciplinas seria o mesmo: “a concepção do controle como um poder, que enseja responsabilidade pelo seu mau exercício, bem como a possibilidade de saída da companhia pelo acionista minoritário em caso de alteração do seu titular”¹⁴³.

Assim, entende que o conceito de poder de controle previsto na disciplina da OPA por alienação de controle seria manifestação do poder de controle do acionista controlador, definido no art. 116 da Lei das S.A.. Uma crítica a esse entendimento é que a alienação não trata de identificar o acionista controlador, mas o poder de controle que está sendo alienado, portanto não haveria dois conceitos diferentes de controlador.

Roberta Nioac Prado também se baseia exatamente nos moldes do art. 116 para caracterizar o controle cuja alienação estará sujeita à incidência do art. 254-A da Lei das S.A. No seu entendimento, a parte alienante deve ser o controlador efetivo companhia¹⁴⁵. Ao exigir esse requisito de efetividade do poder de controle, extrai-se o entendimento da autora no sentido da incidência da obrigação de realizar oferta pública de ações nos casos de alienação de menos da metade das ações que representam o capital votante, desde que se prove ser efetivamente exercido o controle minoritário.

Para a disciplina jurídica da alienação do controle e da oferta pública de ações, no âmbito do poder controle minoritário, a pergunta que precisa ser respondida é: “Como estabelecer critérios para caracterizar a permanência ou não de um poder de controle de fato, isto é, que detenha menos de 50% do capital votante da companhia aberta?”. Portanto, uma segunda questão é entender o significado do requisito de **permanência** da obtenção da maioria dos votos nas deliberações da Assembleia-Geral e do poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, conforme a alínea “a” do art. 116 da Lei das S.A.

¹⁴² Para defender esse argumento, Nelson Eizirik cita o exemplo do detentor da maioria do capital votante de companhia aberta que não exerce efetivamente o poder de controle. Embora não seja considerado controlador nos termos do art. 116 da Lei das S.A., uma eventual alienação dessa ações configuraria alienação do bloco de controle da companhia e a obrigação de realizar oferta pública. Note-se que o autor não admite a possibilidade de responsabilidade do controlador majoritário por omissão. (EIZIRIK, Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, op. cit., p. 182)

¹⁴³ OIOLI, Erik Frederico. In: Temas de direito societário e empresarial contemporâneos :liberamicorum : Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França / coordenação de Marcelo Vieira von Adamek ; Alcides Tomasetti Jr. ... [et al.] . São Paulo : Malheiros, 2011.964 p., p. 322.

¹⁴⁵ PRADO, Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: Tag along, op. cit., p. 132.

A revogada Resolução nº 401 do CMN tentou oferecer uma solução para essa questão¹⁴⁶, ao caracterizar o exercício de *modo permanente* do poder de controle minoritário a partir da obtenção da maioria dos votos nas três últimas Assembleias-Gerais da companhia¹⁴⁷. Essa resolução foi bastante criticada, pois teria ampliado a interpretação do dispositivo referente à obrigação de realização de oferta pública de ações, pela sua suscetibilidade a fraudes¹⁴⁸ e pela forma simplista como tratou a matéria.

Cumprir notar que o regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA restaurou a regra prevista nessa revogada resolução, ao prever a presunção relativa de titularidade do controle a partir da obtenção da maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias-Gerais da companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante¹⁴⁹.

A regulação normativa do poder de controle minoritário se defronta com a complexidade de se adotar critérios fixos e objetivos para a caracterização de um poder que é essencialmente de fato. A definição de controle para esses fins deve estar associada a uma estabilidade desse controle, ligada à permanência no exercício deste.

Em face da dificuldade de se estabelecer critérios gerais e abstratos para caracterizar o controle nos casos em que há controle minoritário, alguns autores optam por restringir a aplicação da disciplina da alienação de controle e da oferta pública às transferências de controle majoritário, tendo em vista que a permanência do controle só se caracterizaria com a titularidade de ações representativas de mais de 50% do capital votante.

Nesse sentido, Eizirik entende que a realização de oferta pública é inexigível nos casos de controle minoritário, tendo em vista não configurar a alienação de um “bloco de controle”, que só existe como

“universalidade que possa ser objeto de negócios jurídicos próprios, se ele for composto por ações representativas de **mais da metade do capital votante da companhia, de forma a assegurar a seu titular, em qualquer circunstância, o exercício do poder de controle**” (grifos no original).¹⁵⁰

¹⁴⁶ Vide item 2.3 deste trabalho.

¹⁴⁷ 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 vinculados por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é o **titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia**.

¹⁴⁸ PRADO, Oferta pública de ações, obrigatória nas S.A.: Tag along, op. cit., p.138

¹⁴⁹ Esse dispositivo é bastante criticado por Carvalhosa, que entende que essa norma seria inexistente no ordenamento jurídico por afrontar direito expresso no art. 116 da Lei das S.A., ao excluir o requisito de permanência do controle. Cf. CARVALHOSA, A Dispersão Acionária e o Desaparecimento da Figura do Controlador, op. cit., p. 520.

¹⁵⁰ EIZIRIK, Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, op. cit., p. 186.

Portanto, a alienação de menos de 50% das ações votantes não poderia ser considerada alienação do poder de controle da companhia no seu entendimento.

Também nesse sentido, Fábio Comparato entende que, na Lei das S.A., o legislador optou por caracterizar o controle para efeitos de oferta pública como o majoritário. Nesse sentido, afirma que “(n)a nova regulamentação [Instrução CVM nº 361], os critérios são ainda mais rígidos, exigindo o controle majoritário nos exatos e rígidos termos da lei societária (art. 116)”¹⁵¹.

Modesto Carvalhosa também compartilha desse entendimento de que só a titularidade de mais da metade do capital votante pode caracterizar o exercício do controle de “modo permanente”. Só assim seria possível obter *estabilidade* na administração da companhia, uma vez que a maior parte dos administradores só poderá ser destituída pelo acionista controlador. Assim conceitua a expressão “de modo permanente”:

“A expressão ‘de modo permanente’, contida nesse dispositivo [art. 116], quer significar que existe um acionista ou um grupo deles que, possuindo 50% mais uma das ações votantes, não podem ser destituídos do seu direito de eleger a maioria dos administradores por parte de qualquer outro grupo de acionistas – o que reveste a administração por eles eleita do atributo de *estabilidade*, na medida em que a maioria dos seus membros somente pode ser destituída pelos próprios controladores.”¹⁵²

Entretanto, tal posicionamento não é pacífico. Erik Oioli afirma que a dificuldade de aplicação do art. 116 nos casos de poder de controle minoritário não pode ser considerada um motivo para a sua não utilização e defende a incidência da OPA por alienação de controle nos casos de alienação de controle minoritário¹⁵³. Para o autor, deve ser caracterizado o efetivo *animus* do adquirente em controlar a companhia com a operação e entende que a análise deve ser casuística.

Roberta Nioac Prado entende ser possível a incidência da obrigação de realizar OPA por alienação de controle nos casos de alienação de menos da metade das ações que representam o capital votante, desde que se prove ser *efetivamente* exercido o controle minoritário¹⁵⁴.

¹⁵¹ COMPARATO; SALOMAO FILHO, O poder de controle na sociedade anônima, op. cit., p. 70.

¹⁵² CARVALHOSA, A Dispersão Acionária e o Desaparecimento da Figura do Controlador, op. cit., p. 317.

¹⁵³ Idem, ibidem, p. 323.

¹⁵⁴ Contra esse argumento do requisito de efetividade do poder de controle para a disciplina da OPA por alienação de controle, vide trecho do voto do Diretor Pedro Marcílio no julgamento do Processo Administrativo RJ 2005/4069 (“caso CDB”): “Isso nos leva a perguntar se faria sentido excluir o exercício do controle como requisito para a necessidade de oferta pública. Parece-me que sim, por um argumento simples: se, na alienação de controle, alienante deve entregar algo (controle) e o adquirente deve receber esse mesmo algo, e, dado que

Em raciocínio reverso, a autora entende pela não aplicabilidade na alienação de bloco de mais de 50% das ações quando esse poder não for efetivamente exercido¹⁵⁵.

Conforme Roberta Nioac Prado, a aplicação da OPA por alienação de controle nos casos de poder de controle minoritário poderia ser feita sob uma análise casuística, em face da abertura conferida pelo art. 29, § 5º, da Instrução CVM nº 361¹⁵⁸.

Leslie Amendolara, em artigo publicado no jornal “Valor Econômico”¹⁵⁹, afirma que a dificuldade maior na questão seria determinar “o que é controle minoritário”. Como solução, refuta a possibilidade de presunção de poder de controle a partir de determinado percentual. Assim, sugere que sejam utilizados dois parâmetros: elevada posição acionária do grupo (sem estabelecer rígidos percentuais de propriedade de ações) e decisiva influência na administração e nos negócios da empresa. O problema é que esse último critério continua sendo subjetivo, exigindo a elaboração de outros critérios para que tenha aplicação prática.

Portanto, como se observa, há dois entendimentos principais quanto à aplicabilidade da OPA por alienação de controle. Por um lado, parte da doutrina entende que o art. 116 tem finalidade distinta do art. 254-A, visto que teria como finalidade a imputação de deveres e responsabilidades ao controlador. O conceito para a alienação de controle seria diferente e o requisito da alínea “a” do art. 116 - de que o controle deva ser exercido de *modo permanente* - só se preencheria com 50% mais uma ação das ações com direito a voto, de modo a não depender de quaisquer outros fatores, tais como o absenteísmo dos demais acionistas ou a relevante dispersão acionária.

Por outro lado, outros autores entendem, de modo geral, que o conceito do poder de controle para a disciplina da oferta pública de ações é exatamente o previsto no art. 116 na Lei das S.A. e conferem interpretação mais ampla à expressão “de modo permanente”, ao entender que seria aplicável a OPA por alienação de controle nos casos de controle

não há obrigação de o titular de mais de 50% das ações com direito a voto exercer o controle, a verificação da aquisição de controle – que obrigaria o adquirente a realizar oferta pública – só poderia ser verificada posteriormente à transferência dos valores mobiliários, se e quando o adquirente passasse a exercer o controle.”

¹⁵⁵ Idem, ibidem, p. 130.

¹⁵⁸ Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.

§ 5º Sem prejuízo da definição constante do parágrafo anterior, a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.

¹⁵⁹ AMENDOLARA, Leslie. Transferência de controle minoritário. *Jornal Valor Econômico*, 11 de agosto de 2009.

minoritário. Para caracterizar essa permanência a principal solução adotada pela doutrina tem sido a análise casuística.

3.2. O entendimento da CVM sobre o conceito de alienação de controle para a incidência do art. 254-A da Lei das S.A.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a agência competente para regular, fiscalizar e punir os agentes do mercado de valores mobiliários. Quanto à OPA por alienação de controle, sua competência vem estabelecida no art. 254-A, §§ 2º e 3º, da Lei nº 6.404/76¹⁶⁰. Cabe a ela autorizar a alienação do controle desde que entenda que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais, tal como estabelecer normas a serem observadas na oferta pública obrigatória.

Da mesma forma como ocorria no regime anterior, de 1976, o poder da CVM de autorizar a alienação de controle é vinculado, não lhe cabendo qualquer juízo de mérito ou da oportunidade da alienação, mas de mera verificação do cumprimento dos requisitos legais da oferta pública de ações.

Também faz parte da competência da CVM regulamentar a oferta pública, conforme previsto no §3º do artigo 254-A, por meio de Instrução Normativa para disciplinar os elementos que deverão constar em seu instrumento: “preço e condições de pagamento; prazo de validade da oferta; procedimento a ser adotado pelos destinatários para manifestar sua aceitação e efetivar a transferência das ações; participação obrigatória ou facultativa de instituições financeiras e garantias eventualmente prestadas por tais instituições”¹⁶¹.

Ademais, a Instrução Normativa deve estabelecer as regras para a prestação de informações ao mercado, o prazo para a realização da oferta pública, a oferta de pagamento de prêmio para que os acionistas permaneçam na companhia, assim como os prazos para a aprovação do instrumento de oferta pública pela CVM¹⁶². Atualmente, tais condições estão reguladas pela Instrução normativa nº 361/2002 editada pela Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁶⁰ “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada § 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.**”

¹⁶¹ EIZIRIK, Nelson. Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta / Nelson Eizirik. In: *Revista jurídica empresarial*, v. 3, n. 14, p. 11-26, maio/jun. 2010, p. 85.

¹⁶² Idem, *ibidem*, p. 85.

Para se analisar o conceito de alienação de controle segundo o entendimento da CVM para a disciplina jurídica do art. 254-A, é necessário examinar o conceito de controle que vem sido adotado em suas decisões. Segundo a autarquia, com base no disposto no art. 254-A da Lei das S.A. e de acordo com os seus precedentes, os requisitos para a configuração da alienação e, conseqüentemente, para a incidência da obrigatoriedade de realizar a OPA por alienação de controle são:

- (i) 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
- (ii) que a transferência das ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, não sendo, contudo, imprescindível o pagamento de prêmio ou ágio¹⁶³.

Nesse sentido, é pacificado o entendimento sobre o requisito da presença de um detentor do controle alienando seu poder de controle a terceiro adquirente de forma onerosa. Essa questão foi abordada pelo Diretor Marcelo Trindade no julgamento do processo CVM RJ nº 2007/7230: “O art. 254-A é explícito ao condicionar a OPA à ocorrência de uma alienação de controle, e, passe o truísmo, somente controladores podem alienar o controle”.

O entendimento da CVM é de que já deve existir a figura de um controlador para a incidência de OPA por alienação de controle, tendo em vista ser necessário para caracterizar o controle a ser alienado. Dessa forma, a OPA por alienação de controle não se aplicaria aos casos de aquisição originária¹⁶⁴.

Quanto ao requisito de permanência no exercício desse controle, a CVM já entendeu ser uma questão fática. Como observa Modesto Carvalhosa, “(o) Colegiado da CVM tem reiteradamente apontado o atributo da *permanência* como caracterizador do controle societário”¹⁶⁵. Dessa forma, maiorias eventuais também não seriam suficientes, tendo em vista que se exigiria um poder permanente de direção dos negócios.

¹⁶³ Conforme voto do Diretor-Relator no Processo RJ2009/1956, julgado em 28.7.2009. Nesse voto, o Diretor-Relator cita como precedentes os seguintes casos: Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/7658, julgado em 11.4.2007; Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/7230, julgado em 11.7.2007; Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/14099, julgado em 29.1.2008; Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/4156, julgado em 17.6.2008; e Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/0471, julgado em 3.3.2009.

¹⁶⁴ Vide também: Processo RJ 2009/0471, Reg. 6357/09. Rel. Diretor Otavio Yazbek, julgado em 3.3.2009; Processo RJ 2007/14099, Reg. 5801/2008, Rel. Diretor Durval Soledade, julgado em 29.1.2008.

¹⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto, A Dispersão Acionária e o Desaparecimento da Figura do Controlador, op. cit, p.517.

Nesse sentido, manifesta-se o Diretor Octavio Yazbek, como relator no processo administrativo CVM RJ nº 2009/0471:

“O art. 116 da Lei no 6.404/76, ao caracterizar a figura do acionista controlador, remete não apenas a capacidade de influenciar de forma determinante, a tomada de decisões na companhia, mas também a uma consistência temporal no exercício de tal capacidade. Não é por outro motivo que a alínea “a” do citado artigo fala em direitos de sócio que assegurem “de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia-Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia”. No próprio texto trazido pelo Recorrente, Fabio Konder Comparato realça a importância dessa permanência.”

Cumprido notar que o Colegiado vem se manifestando no sentido de que o art. 116 da Lei das S.A. não se aplica diretamente à alienação de controle, tendo em vista que forneceria uma definição de *acionista controlador*, mas não de *controle*, tendo em vista que a sua finalidade seria a disciplina jurídica da responsabilização por abuso de poder¹⁶⁶.

No processo administrativo CVM RJ nº 2005/4069 (“caso CDB”)¹⁶⁷, o Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio manifestou-se no sentido de que o conceito de controlador previsto no art. 116 da Lei das S.A. não seria perfeitamente aplicável em casos de alienação de controle, tendo em vista que as finalidades seriam diferentes. Assim explica em seu voto:

“Analisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. (...) 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 (...). O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a “[a] alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta”.

Para a disciplina do art. 254-A, o Diretor Relator entendeu que o requisito para a caracterização do controle seria tão somente a propriedade dos valores mobiliários que

¹⁶⁶ Voto proferido pelo Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto, no julgamento do Processo nº RJ 2008/4156, realizado em 17.6.2008.

¹⁶⁷ Julgamento de recurso interposto pela Companhia Brasileira de Distribuição contra a realização de oferta pública de aquisição de ações decorrente de alienação de controle (art. 254-A da Lei 6.404/76), em face da implementação de *Joint Venture Agreement*. O voto do relator foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado, determinando ao adquirente a realização da oferta pública para aquisição de ações, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76.

permitiram esse exercício, de modo a excluir o requisito de efetividade do poder para determinar a obrigação de realizar oferta pública. O diretor analisa a questão tanto da perspectiva do adquirente como do alienante, para concluir que não se deve exigir o preenchimento do requisito previsto no art. 116, "b" (exercício do poder), para determinar a obrigatoriedade de realização de oferta pública. Nesse sentido, afirma o diretor:

“Isso nos leva a perguntar se faria sentido excluir o exercício do controle como requisito para a necessidade de oferta pública. Parece-me que sim, por um argumento simples: se, na alienação de controle, alienante deve entregar algo (controle) e o adquirente deve receber esse mesmo algo, e, dado que não há obrigação de o titular de mais de 50% das ações com direito a voto exercer o controle, a verificação da aquisição de controle – que obrigaria o adquirente a realizar oferta pública – só poderia ser verificada posteriormente à transferência dos valores mobiliários, se e quando o adquirente passasse a exercer o controle.”

Esse parece ser o entendimento que vem sendo adotado pela CVM para a definição de poder de controle para efeitos de alienação de controle e a caracterização da obrigação de realizar oferta pública.

Acompanhando esse posicionamento, no processo administrativo CVM RJ nº 2007/7230¹⁶⁸, o Diretor Relator Eli Loria, se posicionou no sentido de que bastaria o preenchimento da alínea “a” do art. 116 para a caracterização de controle para a disciplina da OPA. Assim, dispensou a necessidade do efetivo exercício do poder (requisito da alínea “b”), pois bastaria a propriedade dos valores mobiliários que permitam esse exercício. Nesse sentido, afirma que “o § 1º do art. 254-A não exige o efetivo exercício do poder de controle, indicando a preocupação apenas com os requisitos do art. 116, a”.

Também no processo administrativo nº RJ 2008/4156¹⁶⁹, o Diretor Relator Marcos Pinto entendeu que o art. 116 não é o melhor parâmetro para verificar a incidência ou não da obrigação de realizar a oferta pública. Assim entende em seu voto:

“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

¹⁶⁸ Trata-se de caso em que o Colegiado entendeu pela não aplicação da oferta pública de ações por alienação de controle, tendo em vista que houve a alienação de participação entre integrantes do bloco de controle da Copesul (Ipiranga e Braskem), o que não teria constituído alienação de controle, para os efeitos do art. 254-A da Lei das S.A..

¹⁶⁹ Nesse caso, o Colegiado entendeu pela não aplicação da oferta pública por alienação de controle da Suzano Petroquímica S/A à Petróleo Brasileiro S/A ("Petrobras"), tendo em vista que a aquisição do controle não se deu por meio de (i) uma transferência de valores mobiliários; e (ii) ou por transferência onerosa, dois requisitos sem os quais não haveria que se falar na necessidade de realização de oferta pública nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76.

oferta pública, por duas razões. Primeiro, porque o art. 116 define o que é "acionista controlador" e não o que é "controle". Segundo, porque o art. 116 visa a identificar o acionista controlador para uma finalidade diversa, qual seja, responsabilizá-lo por abuso de poder”.

Além disso, no caso CDB, o Diretor Relator Pedro Marcílio entendeu que a questão da permanência prevista no primeiro requisito do art. 116 significaria preponderância sempre nas decisões da companhia, independentemente de outros fatores. Assim, observou o Diretor Pedro Marcílio:

“Outro ponto importante desse primeiro requisito é a necessidade de permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50%⁽³⁾ das ações, que seja omissor nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fácticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea "a" do art. 116, embora preencha o da alínea "b". Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115).”

No que trata da alienação de bloco de controle para configurar a incidência da OPA por alienação de controle pelo art. 254-A da LSA, não há discussão. Porém, no que se refere à alienação de partes integrantes do acordo de acionistas surgem algumas questões. Tais pontos se referem à obrigatoriedade de realizar oferta pública quando da alienação das ações de (i) integrante não preponderante no acordo de acionistas a terceiro não integrante; (ii) integrante não preponderante no acordo de acionistas a outro integrante do acordo, que passa a deter sozinho o controle da companhia; e (iii) integrante preponderante no acordo de acionistas a terceiro não integrante.

No entendimento da CVM, nas duas primeiras situações não há alienação de controle e não deve incidir a OPA por alienação de controle nesses casos. Trata-se de decorrência da necessidade de haver a figura do controlador para caracterizar a alienação de controle. A última questão ainda não foi analisada pela CVM.

Nos dois primeiros casos, o integrante não preponderante no acordo de acionistas não detém o poder de controle, uma vez que este pertence em conjunto ao grupo que constitui o acordo de acionistas. Nesse sentido, a CVM vem decidindo pela não aplicação da OPA por alienação de controle nos casos em membro não preponderante no acordo de acionistas aliena suas ações a terceiro ou a membro do acordo de acionistas, ainda que este consolide sozinho o poder de controle da sociedade. Conforme se manifestou o Diretor Marcelo Trindade no processo CVM RJ nº 2007/7230:

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

Embora nunca tivesse se deparado com um caso de alienação de controle minoritário em um caso concreto, a CVM tinha um entendimento relativamente consolidado de que o art. 116 não seria diretamente aplicável aos casos do art. 254-A, pois a finalidade daquele seria definir o conceito de acionista controlador, de maneira a imputar-lhe deveres e responsabilidades. Para a disciplina jurídica da OPA por alienação de controle, entendia que bastaria o requisito de permanência previsto na alínea “a” do art. 116, que só se configuraria com o preavalecimento nas decisões da companhia, independentemente de outros fatores ou circunstâncias. Portanto, o Colegiado vinha pelo caminho da não aplicabilidade do art. 254-A aos casos de alienação de controle minoritário.

Entretanto, na primeira análise de um caso de controle minoritário, apesar de o Colegiado ter decidido pela inexigibilidade da OPA por alienação de controle no caso concreto, as dúvidas quanto ao posicionamento da autarquia em casos futuros continuam a pairar, porque houve grande divergência entre os diretores, inclusive em suas fundamentações, conforme se verá a seguir.

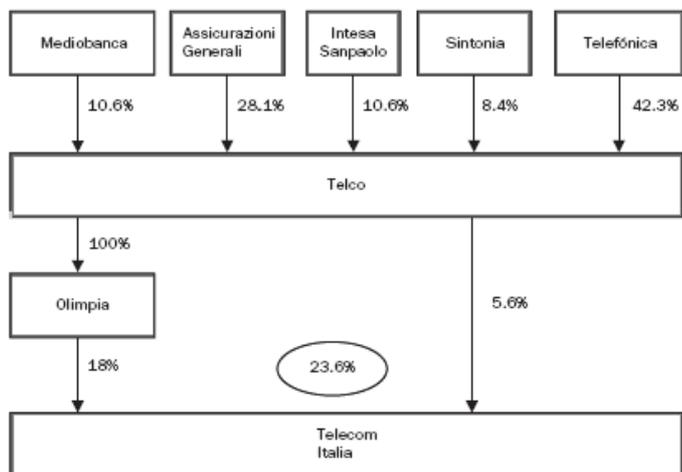
3.3. A decisão não conclusiva da CVM no caso TIM

Em análise inédita de operação em que não havia um controle majoritário (ou seja, não havia participação superior a 50% do capital votante), a CVM entendeu pela inexigibilidade da OPA por alienação de controle, no Processo Administrativo CVM

RJ 2009/1956¹⁷⁰ (“Caso TIM”), referente à aquisição da companhia Olimpia S.p.a. (“Olimpia”) pela Telco S.p.a. (“Telco”), em operação ocorrida em 2007 na Itália.

Apesar de o resultado final ter sido a inexigibilidade da OPA por alienação de controle em caso de transferência de uma participação minoritária relevante, a análise detalhada do posicionamento de cada um dos votos proferidos pelos Diretores da CVM só demonstra a ausência de consenso sobre a matéria. Não se pode extrair nenhuma conclusão definitiva sobre o posicionamento da CVM, de modo que não se descarta a hipótese de que o Colegiado venha a adotar posicionamento diverso ao apreciar uma nova operação de alienação de controle minoritário ou de fato.

A Olimpia era a principal acionista da Telecom Italia, com participação de aproximadamente 17,99% no seu capital acionário. Nas assembleias anteriores à operação, a Olimpia havia obtido a maioria de votos nas realizadas nos anos de 2004, 2005 e 2006. Porém, não obteve a maioria em assembleia no ano de 2007, em que atingiu 49,94% dos votos presentes. Como resultado da operação, a Telco passou a ser titular de 100% do capital da Olimpia, que, por sua vez, detinha 17,99% do capital da Telecom Italia. A essa participação, somaram-se outros 5,6% dos quais a Telco era diretamente titular, conforme pode ser ilustrado no quadro abaixo:



Fonte: Processo Administrativo CVM RJ 2009/1956

Nesse caso, discutiu-se se houve a alienação do controle da Telecom Italia para a Telco, o que consequentemente implicaria a alienação do controle indireto da TIM Participações S.A. (“Tim Participações”), companhia aberta com sede no Brasil e controlada pela Telecom Italia. No caso, havia duas questões de maior interesse: (i) qual a legislação a

¹⁷⁰ Processo administrativo julgado em 15.7.2009.

ser aplicada, tendo em vista que a operação ocorreu na Itália; e (ii) se a operação caracteriza alienação de controle para a disciplina da oferta pública de ações, nos termos do art. 254-A da Lei das S.A..

A primeira questão, que trata da legislação a ser aplicada, tem caráter secundário, embora seja importante considerá-la por se tratar de uma especificidade do caso. Como a operação ocorreu na Itália, esse caso suscitou dúvidas no Colegiado quanto à lei aplicável para determinar o conceito de controle. O Diretor Relator Eliseu Martins entendeu que a lei brasileira deveria ser aplicada, pois a Tim Participações tinha sede no Brasil, tendo sido acompanhado pelo Diretor Marcos Pinto e pelo Diretor Otavio Yazbek. O Diretor Eli Loria também entendeu pela aplicação da lei brasileira, mas pelo fundamento de que a obrigação de realizar OPA teria sido definida pela legislação nacional, o que determinaria sua incidência, de acordo com o art. 9º da Lei de Introdução ao Código Civil.

Já a Presidente Maria Helena Santana posicionou-se no sentido de que a lei italiana seria a aplicável no caso, por envolver análise do controle de sociedade com sede naquele país, conforme o art. 11 da Lei de Introdução ao Código Civil. Como a lei italiana determina a obtenção de um percentual mínimo de 30% para que se acione o gatilho da obrigação de realização de oferta pública, entendeu que não se deveria impor tal obrigação nesse caso.

Em relação à questão principal, o que se analisou foi se a operação teria caracterizado alienação de controle para a disciplina da oferta pública de ações, nos termos do art. 254-A da Lei das S.A. O Diretor Eliseu Martins, relator do caso, entendeu que, para que fosse caracterizada a realização de OPA, o acionista alienante deveria ser, ao momento da operação, o titular de poder de controle da companhia aberta. Nesse sentido, foca no requisito da alínea “a” do art. 116 quanto à permanência na obtenção da maioria dos votos nas deliberações e no poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Segundo o relator, embora em interpretação extrema a permanência só exista quando há poder de controle majoritário, “(n)os casos de alta dispersão acionária e forte absenteísmo, existe uma justa expectativa de que um acionista que tenha menos de 50% mais uma das ações representativas do capital votante da companhia consiga valer sua vontade nas assembleias gerais.”

Portanto, o Diretor Eliseu Martins entendeu ser aplicável a OPA, tendo em vista que a Telco teria obtido a maioria consistente nas últimas assembleias, referentes aos anos de

2004, 2005 e 2006. Ainda que na Assembleia-Geral de 2007 não tenha obtido a maioria dos votos, teria eleito a maioria dos administradores.

Nesse ponto, a Presidente Maria Helena Santana notou em seu voto que, embora haja casos em que o controle minoritário seja evidente, em outros essa caracterização não poderia ser obtida com tanta facilidade. Portanto, afirmou que a análise quanto à obrigação de realizar oferta pública não poderia ser feita em uma base casuística, a fim de evitar análises excessivamente subjetivas e tornar os resultados nos casos concretos mais seguros e previsíveis. Segundo a Diretora Maria Helena Santana,

“A discussão sobre permanência da situação de controle e que critérios seriam capazes de a caracterizar, (...), é muito sujeita às visões dos que decidirão cada caso e não seria, em minha visão, positiva para o ambiente de negócios no Brasil. O conceito de controle de fato, sujeito em cada caso ao grau de dispersão do capital da sociedade e ao absentismo dos demais acionistas, é bastante útil para a apuração de responsabilidades em episódios específicos, mas pode trazer insegurança se for utilizado para avaliar a incidência ou não da obrigação de realização de OPA por alienação de controle.”

Por fim, afirmou ser favorável à adoção de um critério de controle presumido, a partir da detenção de 30% do capital votante, como ocorre na jurisdição italiana. Nesses moldes, o detentor desse percentual de ações votantes seria presumido como controlador minoritário em sociedades que não tivessem outro acionista detentor de bloco maior que esse.

Já o Diretor Otavio Yazbek entendeu pela não aplicação da oferta pública nesse caso, porque não se teria caracterizado a alienação de controle, visto que a Telco, além da participação que já detinha na Telecom Italia, teria adquirido outras ações no mercado para consolidar o controle. Embora tenha entendido pela *não* aplicação da oferta pública em concreto, não descartou a possibilidade de incidência da oferta pública em futuros casos de alienação de controle minoritário.

Já o Diretor Eli Loria entendeu pela inaplicabilidade da oferta pública de ações em qualquer hipótese de alienação de controle minoritário. Segundo ele, os três requisitos para a caracterização do controle acionário nos termos do art. 254-A da Lei das S.A. seriam:

- “(i) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa diversa do anterior detentor do controle;
- (ii) que o poder de controle seja permanente, ou seja, que o lote de ações alienado permita a gestão da companhia pelo adquirente sem a possibilidade de contraposição de outros acionistas; e**
- (iii) que a transferência de ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, com ônus e bônus tanto para o alienante quanto para o adquirente.”

O diretor associa o poder de controle permanente sobre as atividades da companhia apenas ao controle majoritário. Assim, o controle de fato não asseguraria o poder de controle de forma permanente, de modo que “o controlador de fato não pode alienar o que não tem”. Dessa forma, entende o Diretor Eli Loria que a alienação de controle minoritário não resulta na necessidade de realização de OPA por alienação de controle em qualquer caso.

A conclusão que se extrai da análise do caso TIM é que a CVM ainda não possui uma posição definida quanto às alienações de controle minoritário e à obrigação de realização de oferta pública de ações nesses casos. Foi o primeiro caso em que a autarquia analisou uma suposta alienação de controle em companhia sem controlador majoritário.

Além dessa dificuldade, houve a peculiaridade do fato de a operação de aquisição Olimpia pela Telco ter ocorrido na Itália, o que também gerou controvérsias a respeito de que jurisdição deveria ditar os critérios para verificar se houve, de fato, a alienação de controle. Ademais, algumas questões também poderiam ter sido mais bem analisadas como o fato de a operação ter sido realizada com um ágio consideravelmente alto (cerca 40% sobre o valor de mercado das ações), assim como a verificação do *animus* do adquirente do controle.

Portanto, como já ressaltado anteriormente, embora a decisão final tenha sido pela não aplicabilidade da OPA no caso, não se pode extrair nenhum posicionamento conclusivo da CVM, tendo em vista que cada diretor se fundamentou em critérios e argumentos diferentes para entender tanto pela aplicabilidade, como pela não aplicabilidade da oferta pública.

O que se pode concluir é que, por se tratar de uma novidade no mercado acionário brasileiro, a CVM encontra-se ainda muito incipiente na abordagem de casos como esse, mas os votos dos diretores demonstram uma preocupação em se firmar um entendimento em relação a alienações de controles de fato.

CONCLUSÃO

Além da análise meramente formal da aplicabilidade do art. 254-A às transferências de poder de controle minoritário, este trabalho procura analisar essa questão dentro do contexto do surgimento da dispersão acionária, com enfoque nos problemas regulatórios decorrentes de cada tipo de padrão de propriedade de capital, indicando, ao fim, as dificuldades que a doutrina e a jurisprudência brasileiras têm tido ao enfrentar essa questão.

A dispersão acionária é um fenômeno que não pode ser ignorado. Atualmente coexistem dois sistemas de propriedade de capital distintos no Brasil. Há uma bipolaridade que se reflete, de um lado, em companhias de padrão de propriedade de capital concentrado, ainda predominantes; e, de outro, em companhias entrantes no mercado de capitais, de capital relativamente pulverizado, como vem ocorrendo no Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

A abertura de novas companhias nesse segmento diferenciado tem tido bastante sucesso e há indicadores de que essa tendência à pulverização permanecerá no mercado de capitais brasileiro, produzindo importantes conseqüências para o controle societário e a governança corporativa¹⁷³. Tendo em vista a relevância dessas transformações na estrutura de propriedade de capital das companhias abertas brasileiras, o plano regulatório do mercado de controle acionário necessita acompanhar as mudanças que vêm ocorrendo no plano fático, de modo a evitar situações de abuso por parte do controlador minoritário ou de insegurança jurídica.

A diluição acionária traz novos problemas que exigem soluções específicas. É definitivamente necessário que haja uma regulação pensada a contornar os problemas próprios de um padrão de propriedade de capital relativamente pulverizado, em que a forma como se dão as transferências de controle são diferentes do padrão de propriedade concentrado, assim como são os problemas regulatórios dele decorrentes.

A questão sobre a aplicabilidade (ou não) da OPA por alienação de controle se insere dentro dessa problemática maior. O que permite a discussão sobre a aplicabilidade da oferta pública nesses casos é que, embora as transferências de controle minoritário não tenham como objeto o bloco de controle "clássico" (majoritário), podem ocorrer por meio de negociação privada, de modo que também não representam uma ausência de controlador.

Nesse padrão de capital, a aquisição de controle pode ocorrer tanto por aquisição derivada (diretamente do controlador minoritário por negociação privada), como por meio de

¹⁷³ GORGA, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership?, op. cit., p. 11.

aquisição originária, principalmente pelo mecanismo de oferta pública para tomada hostil do controle, prevista no art. 257 da Lei das S.A.. Para Eduardo Munhoz, deveria ser adotada apenas uma solução regulatória para ambos os casos, pois a questão da perspectiva da alienação ou da aquisição não seria de relevância, uma vez que no caso do controle minoritário, a preocupação deveria ser com a *modificação do controle*¹⁷⁴.

A preocupação maior é limitar a adoção de mecanismos contra ofertas por parte do controlador minoritário, por meio do seu “entrincheiramento”. O objetivo da regulação deve ser evitar que o controlador minoritário tome medidas no sentido de impedir a formação de minorias que possam, no curto ou no médio prazo, contestar o poder do controlador minoritário e bloquear transferências de controle que poderiam ser eficientes e benéficas em uma perspectiva a longo prazo.

Sendo assim, é necessário aprofundar nessa análise para que se verifique se há uma adequação finalística da OPA por alienação de controle nos casos de capital relativamente pulverizado. Como visto, esse mecanismo foi elaborado em um contexto de extrema concentração acionária, com o foco de regular transferências de controle majoritário. Ainda que não descartada, difícil se torna afirmar a possibilidade de plena adequação do art. 254-A em casos de transferências de poder de controle minoritário, visto que os problemas enfrentados são diferentes.

Além disso, cabe ainda uma análise da adequação formal do art. 254-A da Lei das S.A. às transferências de controle minoritário. Nessa questão, a maior parte da doutrina se foca em analisar se o art. 254-A é aplicável aos casos de transferência de poder de controle minoritário, com base na definição de acionista controlador, prevista no art. 116 da Lei das S.A..

Aqui surgem algumas controvérsias. Parte da doutrina entende que o art. 254-A não se aplica a alienações de poder de controle minoritário, tendo em vista que o requisito da alínea “a” fala em obter *de modo permanente* a maioria dos votos em Assembleia-Geral e eleger os administradores, conforme previsto no art. 116 da Lei das S.A.. Nessa linha de entendimento, somente o detentor de 50% mais uma ação do capital votante poderia se enquadrar nesse dispositivo. Mesmo que esse seja o entendimento adotado, outros mecanismos deverão ser adotados para regular essas transferências de controle minoritário, uma vez que também apresentam problemas regulatórios específicos.

¹⁷⁴ MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 322.

Por sua vez, outra parte da doutrina dá uma interpretação mais ampla ao requisito de permanência no controle, entendendo, sim, ser exigível a OPA por alienação de controle nos casos de controle minoritário. Porém, ainda que se admita a possibilidade de aplicação do art. 254-A nesses casos, surge uma nova questão: como identificar a existência desse controle, que é essencialmente fático.

As principais soluções apresentadas para esse problema têm sido: (i) a aplicação de uma regra casuística; (ii) a presunção do controle a partir da obtenção de determinado percentual do capital votante, ou (iii) a presunção relativa do controle a partir da prevalência em Assembleia-Geral durante determinado período ou por exercícios consecutivos.

A adoção de uma regra casuística proporciona a vantagem de que se tem abertura para a análise das especificidades de cada caso, uma vez que há casos em que o controle minoritário é evidente, mas em outros essa caracterização deve envolver a análise de diversos fatores e variáveis. O problema dessa regra é que, como a OPA por alienação de controle onera consideravelmente o custo da transferência, seria preferível que tal custo pudesse ser concretamente aferido antes da realização da operação. Essa insegurança gera custos e não orienta devidamente os agentes do mercado.

Por sua vez, a questão do controle presumido oferece um critério bastante objetivo para a incidência da OPA e é o critério adotado na União Europeia¹⁷⁵ nesses casos. Entretanto, tem-se que, ao contrário de um sistema casuístico, um critério objetivo pode incluir situações que não mereceriam a aplicação de tal medida, assim como excluir situações que deveriam ser tuteladas, em razão da existência de um controle minoritário com a detenção de percentual de ações menor ao estipulado. Assim, a grande dificuldade desse entendimento é a sutileza em estabelecer o percentual a ser adotado para acionar o gatilho da oferta pública, pois a efetividade da regulação depende de uma calibragem precisa desse critério de acordo com o grau de dispersão da estrutura acionária das companhias brasileiras.

Já o mecanismo de presunção relativa da titularidade do controle, a partir da obtenção de maioria dos votos nas últimas três Assembleias-Gerais, já sofreu duras críticas como já vimos quando da sua adoção pela Resolução nº 401 e é o ser o mecanismo atualmente adotado pelo Novo Mercado.

Independentemente da solução escolhida, é necessário que sejam adotados mecanismos formais adequados a regular os problemas decorrentes desse fenômeno de dispersão acionária que ocorre no plano fático. Assim, longe de pretender esgotar o tema, o

¹⁷⁵ MUNHOZ, Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, op. cit., p. 296.

objetivo deste trabalho foi ir além de uma análise puramente formal de aplicação do dispositivo legal, mas procurar entender os tipos de problema e os novos desafios que as transferências de controle minoritário vêm apresentando à regulação societária brasileira e inserir a problemática da aplicabilidade (ou não) da OPA por alienação de controle dentro desse contexto.

REFERÊNCIAS

- AMENDOLARA, Leslie. Transferência de controle minoritário. *Jornal "Valor Econômico"*, 11 de agosto de 2009.
- ANDREWS, William. The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares. In: *Harvard Law Review*, Volume 78, 1965, P. 505-563.
- AZEVEDO, Luís André. Ativismo dos investidores institucionais e poder de controle nas companhias abertas de capital pulverizado brasileiras. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 217-263.
- BEBCHUK, Lucian; ROE, Mark. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Stanford Law Review*. Vol. 52, pp. 127-170, 1999; Columbia Law School, Center for Studies in Law & Economics Paper No. 131, November 1999. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=202748>. Acesso em maio de 2013.
- BERLE, Adolf; MEANS Gardiner. *The modern corporation and private property*. 1932.
- BLACK, Bernard; DE CARVALHO, Antonio; GORGA, Érica. The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms (A Governança Corporativa Das Empresas Brasileiras Com Controle Privado Nacional) (September 1, 2009). *Cornell Legal Studies Research Paper* No. 08-014; ECGI - Finance Working Paper No. 206/2008; *Northwestern Law & Econ Research Paper* No. 09-19; *U of Texas Law, Law and Econ Research Paper* No. 109. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1528183>. Acesso em novembro de 2012.
- CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisições de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. 211 p.
- _____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2007.
- _____. A Dispersão Acionária e o Desaparecimento da Figura do Controlador. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010.
- CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, 553p.
- COELHO, Fábio. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2012.
- COFFEE, John. The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control (December 2000). *Columbia Law and Economics Working Paper* No. 182. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=254097>. Acesso em março de 2013.
- COMPARATO, Fábio; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2008, xvii, 597 p.

EIZIRIK, Nelson. Oferta pública de aquisição: interpretação do art. 254-A da Lei das S.A. In: *Revista de Direito da Associação dos Procuradores do Novo Estado do Rio de Janeiro*, n. 14. p. 75.

_____. Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta / Nelson Eizirik. In: *Revista jurídica empresarial*, v. 3, n. 14, p. 11-26, maio/jun. 2010.

_____. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 177-190.

FRAZÃO, Ana. A oferta pública na alienação de controle e a proteção dos minoritários. In: *Revista de direito empresarial*, n. 4, p. 219-243, jul./dez. 2005

GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. Controlling Controlling Shareholders (June 2003). *Columbia Law and Economics Working Paper No. 228*; *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 262*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em abril de 2013.

GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries (April 2008). *3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em fevereiro de 2013.

LA PORTA et. al. Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, vol. LII, n. 3, July 1997, p. 1131-1150. Disponível em: <http://faculty-research.edhec.com/mailling/drd/flds/legaldeterminantsofexternalfinance.pdf>. Acesso em junho de 2013.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World (August 1998). *Harvard Institute of Economic Research*, Paper No. 1840. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=103130>. Acesso em março de 2013.

LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A. (Pressupostos, Aplicação, Elaboração)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, 472 p., p. 238.

LOBO, Jorge. Tag along: uma análise à luz da Escola do Realismo Científico / Jorge Lobo. -- In: *Revista do Ministério Público / Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro*, n. 43, p. 41-60, jan./mar. 2012

MUNHOZ, Eduardo. Desafios do direito societário da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: *Direito societário: desafios atuais / coordenação: Rodrigo R. Monteiro de Castro, Leandro Santos de Aragão ; Modesto Carvalhosa* São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____, Eduardo. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OIOLI, Erik Frederico. A obrigatoriedade do tag along na aquisição de controle diluído. In: *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos* :liberamicorum : Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França / coordenação de Marcelo Vieira von Adamek ; Alcides Tomasetti Jr. ... [et al.]. São Paulo : Malheiros, 2011.964 p.

PRADO, Roberta. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: Tag along*. São Paulo: Quartier Latin: Fundação Getúlio Vargas, 2005, 366 p.

_____. Desconcentração do poder de controle e *poison pills*: evolução no mercado de capitais brasileiro. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. (Org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 375-410.

ROE, Mark. Political Preconditions To Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, Vol. 53, p. 539, 2000; Columbia Law and Economics Working Paper No. 155. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=165143>>. Acesso em maio de 2013.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo. Malheiros, 2011, 303 p.

SIMIONATO, Frederico. Considerações sobre o tag along e o direito societário brasileiro. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, v. 49, n. 153/154, p. 25-35, jan./jul. 2010.

TESTA, Pedro. The Mandatory Bid Rule in the European Community and in Brazil: A Critical View (August 2006). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=943089>, p. 20. Acesso em novembro de 2011.

Sites acessados:

Site da BM&FBOVESPA: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em maio de 2013.

Folder elaborado pela BM&FBOVESPA sobre o Novo Mercado. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf. Acesso em julho de 2013.