Pareceres

DEVER DE LEALDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR POR OCASIÃO DA ALIENAÇÃO DO CONTROLE – DEVER DE MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DAS AÇÕES DOS ACIONISTAS NÃO CONTROLADORES – INTERPRETAÇÃO DE ESTATUTO DE COMPANHIA ABERTA – POSSIBILIDADE DE CUMULAÇÃO DE OPAS

Erasmo Valladão França

I-A Consulta e os quesitos. II-O Parecer: II.1-O dever de lealdade do acionista controlador; II.2-A interpretação do Estatuto de companhia aberta; II.3-O caso concreto. III-Respostas aos quesitos.

I-A Consulta e os quesitos

O ilustre advogado Rodrigo Millar de Castro Guerra, do prestigioso escritório Lobo & de Rizzo Advogados, apresentanos a Consulta abaixo, formulando, ao final, seis quesitos:

A pedido de nossos clientes, os fundos de investimento adiante nomeados (...), e na forma de nossos entendimentos anteriores, vimos solicitar seu Parecer sobre as questões adiante expostas.

1. Transação

1.1 A COMPANHIA X é companhia aberta listada no Novo Mercado da Bovespa cujo controle é exercido essencialmente por meio da companhia XPar, uma holding pura.

1.2 Em 19.11.2009, a SOCIEDA-DE Z Ltda. (SOCIEDADE Z) adquiriu (i) 100% das ações de emissão da XPar; a qual é titular de 34.525.001 ações de emissão da COMPANHIA X, representativas de 49,5049% do seu capital social total e votante, e (ii) 1.695.004 ações de emissão da COMPANHIA X, representativas de 2,4296% do seu capital social total ("Transação").

1.3 Segundo consta em Fatos Relevantes divulgados em 19.11.2009 pela
companhia ZPAR (controladora da
SOCIEDADE Z) e pela COMPANHIA
X, seguindo à conclusão da Transação
(que estava sujeita a certas condições
suspensivas) seria requerido, na CVM,
o registro de uma OPA por alienação de
controle. Tal oferta objetivaria a aquisição da totalidade das ações de emissão da COMPANHIA X, em igualdade
de condições, inclusive preço, daquelas
acordadas com os acionistas antigos
controladores da COMPANHIA X.

1.4 Também nestes Fatos Relevantes, informou-se que a SOCIEDADE Z tinha a intenção de apresentar à CVM pedido de registro de OPA para promover o cancelamento de registro de companhia aberta da COMPANHIA X e a sua saída do Novo Mercado.

- 1.5 Em 1º.12.2009, ocorreram duas reuniões do Conselho de Administração da COMPANHIA X para, dentre outros assuntos, aprovar a convocação de assembleia geral extraordinária para deliberar, primordialmente, sobre (i) a saída da companhia do Novo Mercado, (ii) o cancelamento de registro de companhia aberta, e (iii) a indicação da instituição especializada para preparação do laudo de avaliação da companhia necessário em razão da pretensão de se cancelar o registro de companhia aberta da COMPANHIA X.
- 1.6 Em 2.12.2009, divulgou-se que as condições suspensivas da Transação haviam sido cumpridas. Também nesta ocasião, apontou-se que a SOCIEDADE Z iria submeter, até 18.12.2009, pedido de registro de OPA unificada referente à OPA por alienação de controle e à OPA de cancelamento de registro.
- 1.7 Ato contínuo, a ZPAR e a COMPANHIA X divulgaram que, em 9.12.2009, "foi iniciada a realização da OPA, (...) uma vez que foi protocolado, na Comissão de Valores Mobiliários CVM, pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações da COMPANHIA X por conta da transferência do controle da COMPANHIA X (...), cumulada com a saída do Novo Mercado e com o cancelamento do registro de companhia aberta da COMPANHIA X (...)". 1
- 1. Estes são os termos dos Fatos Relevantes que a ZPAR e a COMPANHIA X publicaram em 9.12.2009. Sobre este assunto, vale destacar que, em reportagem publicada na edição de 28.12.2009 do Jornal *Valor Econômico*, consta que a seguinte afirmação: "a pílula de veneno da COMPANHIA X te[ria] problemas de redação (...). A redação fala em prêmio sobre a média de 90 pregões [sic] anteriores à oferta. O texto abr[iria] dúvidas sobre quando este momento se inicia. (...) Não por acaso, a SOCIEDADE Z adotou um comportamento novo [e] (...) declarou publicamente o início da oferta por ter

- 1.8 Houve então súbita e inesperada mudança no rumo das condutas da
 SOCIEDADE Z. Na assembleia geral
 extraordinária de acionistas da COMPANHIA X, realizada em 18.12.2009,
 a SOCIEDADE Z comunicou "que somente realizar[ia] oferta pública de
 aquisição de ações em decorrência da
 alienação de controle da Companhia",²
 propondo e aprovando a retirada de
 pauta das deliberações relativas (i) ao
 fechamento de capital da sociedade,
 bem como (ii) à saída da COMPANHIA
 X do Novo Mercado.
- 1.9 Seguiu-se que, em 24.12.2009, tanto a CVM quanto a BM&F Bovespa S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros concederam registro para a realização de OPA por alienação de controle. Na edição de 28.12.2009 do Jornal Valor Econômico, publicou-se edital da referida OPA, onde constaram as seguintes informações:
- (i) que o Banco B havia preparado laudo de avaliação da COMPANHIA X nos termos da Instrução CVM n. 361, de 5 de março de 2002;
- (ii) que a SOCIEDADE Z "esclarece que o Preço da Oferta Pública aqui realizada já incorpora o prêmio previsto no artigo 34 do Estatuto social da COMPANHIA X, visto que (i) não houve aumento de capital mediante oferta pública da COMPANHIA X nos 24 meses que antecederam a alienação de controle da COMPANHIA X; (ii) o Preço da Oferta Pública é superior a 125% da cotação média dos últimos 90 pregões [sic] anteriores ao protocolo para realização desta Oferta Pública junto a CVM e o pregão do dia 22 de dezembro de 2009; e (iii) o Preço da Oferta Pública é

protocolado na CVM pedido de registro da oferta aos minoritários pela compra do controle".

2. Estes são os termos da ata da assembleia geral extraordinária disponibilizada no website da CVM via sistema IPE em 18.12.2009. Também informando a desistência com relação ao cancelamento do registro de companhia aberta, a ZPAR e a COMPANHIA X divulgaram Fatos Relevantes em 21.12.2009.

superior a 125% do valor econômico da COMPANHLA X apurado no Laudo de Avaliação elaborado para atendimento a Instrução CVM n. 361"; e

(iii) "que, pelo motivo exposto acima a CVM não entrou no mérito sobre a aplicabilidade do artigo 34 do Estatuto social da COMPANHIA X".

2. Quesitos. Tendo em vista que:

- (a) o Estatuto social da COMPA-NHLA X contém, em seu artigo 34, a chamada cláusula de poison pill, a qual prevê a obrigatoriedade de se realizar oferta pública para aquisição de ações da companhia por um determinado preço sempre que uma pessoa ou um grupo de pessoas, acionistas ou não, vier a adquirir ou se tornar titular, por qualquer motivo, de ações de emissão da companhia ou de outros direitos sobre tais ações, em quantidade igual ou superior a 20% do seu capital social;
- (b) a Transação se deu também por meio da aquisição de participação indireta da COMPANHIA X, já que a SOCIEDADE Z adquiriu não só ações de emissão da COMPANHIA X, mas, também, da XPAR, holding pura titular de ações de emissão da COMPANHIA X;
- (c) a SOCIEDADE Z defende que o artigo 34 do Estatuto social da COM-PANHIA X prescreve norma restritiva de direito. Nesse sentido, alega que a poison pill restringiria o direito de os acionistas da COMPANHIA X disporem de suas ações, pois que restringia o direito que qualquer pessoa tem de adquirir ações de emissão da COMPANHIA X;
- (d) a SOCIEDADE Z sustenta que a cláusula de poison pill constante no Estatuto social da COMPANHIA X tutela tão somente a dispersão acionária, e que, por este motivo, a Transação não faria incidir a cláusula em questão; e
- (e) a SOCIEDADE Z procedeu com o registro na CVM de OPA por alienação de controle, tendo publicado seu edital em 28.12.2009, onde constou

a declaração de que o preço da OPA em questão já incorporaria o prêmio previsto no artigo 34 do Estatuto social da COMPANHIA X.

pergunta-se:

- 1) A Transação faria incidir o artigo 34 do Estatuto social da COM-PANHLA X (i.e., a cláusula de poison pill)?
- 2) O fato de a Transação ter-se dado também por meio da aquisição de participação societária da XPAR afastaria a incidência do referido artigo 34? Além disso, pode-se dizer que tal artigo estabelece norma restritiva de direitos e que, por esta razão, não incide à Transação?
- 3) O fato de a Transação ter ensejado uma OPA por alienação de controle afastaria a incidência do referido artigo 34? Caso a resposta seja negativa, como se compatibilizariam os critérios de preço de cada uma dessas OPAs?
- 4) Os acionistas controladores de sociedades anônimas estão sujeitos ao dever de maximizar o valor da venda das ações dos demais acionistas? Caso a resposta seja positiva, a aplicação da cláusula de poison pill a operações como a Transação garantiria aos acionistas minoritários um mecanismo de proteção contra os prejuízos que podem sofrer em razão do descumprimento, por parte dos antigos acionistas controladores, do dever de maximizar o valor da venda das ações dos demais acionistas?
- 5) Pode a SOCIEDADE Z declarar que a OPA objeto do edital publicado em 28.12.2009 já incorpora o prêmio previsto no artigo 34 do Estatuto social da COMPANHIA X, ainda que não tenha respeitado o procedimento descrito nos parágrafos do referido artigo 34?
- 6) Caso se decida pela incidência da cláusula de poison pill à Transação, pode a SOCIEDADE Z autonomamente determinar o momento em que se considera realizada a oferta pública de aquisição de ações? Caso a resposta seja

negativa, qual seria o momento em que se deveria considerar realizada a OPA para fins do cálculo da cotação unitária média referente aos 90 dias anteriores à realização da oferta?

II - O Parecer

II.1 – O dever de lealdade do acionista controlador

I. O eminente mestre Herbert Wiedemann, ao estudar, no seu magistral Direito Societário I – Fundamentos, ⁵ os princípios valorativos desse ramo do direito privado, ⁴ questiona qual a razão de ser da proteção à minoria no direito societário, semelhantemente ao que se dá no direito público, se todos os membros da coletividade, diversamente do que ocorre no direito público, perseguem o mesmo fim, se a sujeição à vontade da maioria é antecipadamente acordada e se existe, ainda, a previsão de direito de recesso.⁵

Tal questionamento seria correto, diz o prestigiado ex-reitor da Universidade de Colônia, se nas organizações societárias uma maioria sempre alternada decidisse as questões e uma fundamental homogeneidade de interesses prevalecesse, o que não ocorre em grande parte dos casos.

Nas associações ideais, os associados não raramente cindem-se em grupos e nas associações de massa (*Massenverbände*) o poder acaba sendo exercido por seus funcionários, dados os mecanismos burocráticos de instituição de cargos e o absenteísmo dos associados nas assembleias.⁶

- 3. Gesellschaftsrecht I Grundlagen, Beck, Munique, 1980.
- 4. Os princípios valorativos do direito societário compreendem, para o autor, a proteção aos direitos individuais dos sócios, aos direitos da minoria, aos direitos dos investidores, bem como aos interesses dos credores e dos trabalhadores.
 - 5. Ob. cit., pp. 405-406.
- 6. É o assim chamado "governo dos eleitos sobre os eleitores", de que cedo nos advertiu o sociólogo Robert Michels, na obra Zur Soziologie des

Nas sociedades empresárias, por seu turno, a formação da vontade não ocorre por cabeça, mas pela participação no capital; desde que a maioria dos votos esteja em mãos de um só sócio ou de um grupo estável, o procedimento deliberativo perde o seu sentido.

2. É que a vinculação da minoria à maioria, como lembra Wiedemann, tem por base a ideia de uma composição de interesses, tal como ocorre em uma negociação contratual; quando há uma maioria estável, todavia, o resultado da deliberação assemelha-se ao de um negócio consigo mesmo (Insichgeschäft)... A maioria não delibera, ordena.

Nesses casos, somente aparece a *for-ma* de uma deliberação ou de um contrato: o *conteúdo* é de um ato unilateral de vontade...⁷

Assim, na medida em que em uma sociedade empresária as decisões são tomadas pela maioria, esta última tem o poder de dispor da empresa como um todo e, portanto, de dispor mediatamente sobre o patrimônio investido pela minoria.

Exatamente por isso, o ilustre mestre Fábio Konder Comparato, em sua obra jurídica fundamental, observa que, em relação aos acionistas não controladores, "(...) o controle não se manifesta como comando hierárquico, exigindo obediência e cominando sanções, mas como o poder de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial desses não controladores". 8

3. São justamente essas ideias que estiveram na base do paulatino desenvolvimento jurisprudencial da proteção à mi-

Parteiwesens in der modernen Demokratie, Leipzig, 1911, apud Wiedemann, ob. cit., p. 112.

- 7. "In der genannten Fällen liegen nur der Form nach Beschlüsse oder Verträge vor, dem Inhalt nach einseitige Willensakte", ob. cit., p. 406.
- 8. Cf. O Poder de Controle na Sociedade Anônima, 5ª ed., com notas de texto de Calixto Salomão Filho, Forense, 2008, p. 136.

noria no direito societário, tanto no direito anglo-saxão (como lembra Comparato alhures, muito mais aderente à realidade), quanto nos direitos da família romanogermânica.

Da constatação de que uma maioria estável impõe a sua vontade à minoria, que por sua vez se acha em uma situação jurídica de *sujeição*, surgiu a ideia, correlata, de que aquela tem um *dever de lealdade* para com esta.

Assim, já em 1900, no caso Allen v. The Gold Reefs of West Africa, Ltd. (1 Ch. 656), o notável juiz Lindlev10 assim se manifestou: "O poder assim conferido às companhias para alterar as regras contidas em seus dispositivos estatutários é limitado apenas pelas provisões prescritas pela lei como uma condição contida no estatuto das companhias. Ampla, todavia, como a linguagem da seção 50 [da lei] é, o poder por ela conferido deve, como todos os outros poderes, ser exercido de acordo com aqueles princípios gerais de direito e equidade que são aplicáveis a todos os poderes conferidos às maiorias, capacitando-as a vincular as minorias. Ele precisa ser exercido, não apenas da maneira exigida pelo direito, mas também de boa-fé [bona fide] para o beneficio da companhia como um

9. Cf. o § 5º, do art. 1.072, do Código Civil: "As deliberações tomadas de conformidade com a lei e o contrato vinculam todos os sócios, ainda que ausentes ou dissidentes". A Lei 6.404/76 (LSA) não contém preceito idêntico, mas o mesmo princípio se dessume da circunstância de que as deliberações são tomadas pela maioria (da maioria presente à assembleia, nos termos do art. 129, ou de mais da metade do capital votante, nos termos do art. 136).

10. O juiz Nathaniel Lindley, como se sabe, foi o autor inicial da mais prestigiada obra inglesa até os dias de hoje sobre sociedades de pessoas, On Partnerships, cuja primeira edição data de 1860 e vem sendo atualizada desde então. A última – 18ª edição – é de 2002 (já com dois suplementos, o primeiro de 2005 e o segundo de 2008), denominando-se agora Lindley and Banks On Partnership, publicada pela editora Sweet and Maxwell, Londres. O conspícuo magistrado também elaborou conhecida obra sobre as sociedades anônimas, On Companies.

todo, e não deve ser excedido. Essas condições são sempre implícitas e raramente, se alguma vez o são, explícitas". ¹¹

Na jurisprudência alemã, o posteriormente famoso julgado Victoria (Victoria Urteil), proferido pelo Tribunal do Reich (pré-nazismo), em 1931, assim dispôs: "Da autorização de se deliberar também para a minoria por via da deliberação majoritária, e, dessa forma, dispor mediatamente sobre os seus direitos patrimoniais ligados à sociedade, resulta, sem ressalvas, o dever societário da maioria de proteger também os legítimos interesses da minoria e de não restringir indevidamente os seus direitos no quadro do interesse comum". 12

11. Tradução livre do original: "The power thus conferred on companies to alter the regulations contained in their articles is limited only by the provisions contained in the statute as a condition contained in the companies memorandum of association. Wide, however, as the language of s. 50 is, the power conferred by it must, like all other powers, be exercised subject to those general principles of law and equity which are applicable to all powers conferred on majorities and enabling them to bind minorities. It must be exercised, not only in the manner required by law, but also bona fide for the benefit of the company as a whole, and it must not be exceeded. These conditions are always implied, and are seldom, if ever, expressed" (cf. Casebook on Company Law, J. R. Bisacre, Pitman Publishing, 1992, Londres, pp. 79-80).

12. Tradução livre do original: "Aus der Befugnis, im Wege des Mehrheitsbeschlusses zugleich auch für die Minderheit zu beschliessen und damit mittelbar über deren in der Gesellschaft gebundene Vermögensrechte zu verfügen, ergibt sich ohne weiteres die gesellschaftliche Pflicht der Mehrheit, im Rahmen des Gesamtinteresses auch den berechtigten Belangen der Minderheit Berücksichtigung angedeihen zu lassen und deren Rechte nicht über Gebühr zu verkürzen" (RGZ 132, p. 149 = JW 1931, p. 2.951). Sobre tal julgado, Wiedemann disse, em recente artigo (Treuebindungen und Sachlichkeitsgebot, publicado na Zeitschrift für Wirthschafts und Bankrecht n. 1, de 2009, pp. 1-9, e cuja tradução integra a obra coletiva Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, organizada por Marcelo Vieira von Adamek, Malheiros Editores, 2011, pp. 143-168), ter o Tribunal do Reich escrito a história do direito alemão ("hat das Reichsgericht deutsche Rechtsgeschichte geschrieben").

4. Não é preciso nenhum esforço de imaginação para confirmar que essa mesma ordem de ideias inspirou a elaboração do parágrafo único, do art. 116, da Lei 6.404/76 (LSA), pelos nossos preclaros societaristas José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho:

"Art. 116. (...).

"Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender." ¹³

O acionista controlador – extrai-se de nosso direito positivo, não apenas de nossa jurisprudência – tem deveres de lealdade para com a minoria ("cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender", diz o preceito legal¹⁴).

E esse dever de lealdade é amplo, tendo por objeto não somente *direitos*, mas também *interesses*.¹⁵

13. Além desse dispositivo, vários outros também com ele se correlacionam, sobretudo os que consideram abuso de poder de controle as operações em detrimento dos minoritários (v. § 1º, do art. 117, da LSA)

14. Sobre a existência de tal dever, a CVM assim se pronunciou, pela voz do então diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa: "o disposto na segunda parte do § único tem importantes consequências jurídicas. Ele fala em 'deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender'. Ou seja, estabelece a necessidade de o acionista controlador ser leal para com acionistas, trabalhadores e comunidade. Além disso, determina que a atuação do acionista controlador respeite e atenda direitos dessas pessoas" (cf. proc. CVM RJ 2005/1443, j. 21.3.2006).

15. Muito embora o conceito jurídico de interesse seja controvertido, é ele geralmente entendido como uma relação de fato existente entre um sujeito, que possui uma necessidade, e um bem apto a satisfazê-la (cf. Pier Giusto Jaeger, L'Interesse Sociale,

Tal dever, como demonstrado, fundase no acréscimo de poder que o controlador detém, e que lhe permite, tanto na assembleia geral, quanto no âmbito da administração, dispor sobre o patrimônio próprio e alheio.

Afinal, acionista controlador é aquele que, além de titular de direitos de sócio que lhe asseguram, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, usa efetivamente o seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (art. 116, caput, alíneas "a" e "b", da LSA).

Administrar lealmente o patrimônio alheio, segundo lembra ainda Wiedemann, é uma concretização do princípio geral segundo o qual influência (Einfluss) e responsabilidade (Verantwortung) devem corresponder-se; o dever de consideração (Rücksichtspflicht) do controlador para com os demais acionistas limita, pois, não apenas o exercício de seus direitos, mas conforma intrinsecamente o seu poder jurídico. 16

5. Em sendo assim, é por demais óbvio que, na alienação de controle de uma companhia – operação que tantas alterações pode trazer à sociedade e à empresa, com significativos reflexos para os acionistas não controladores – os direitos e interesses destes devam ser considerados e atendidos – ex vi legis entre nós, segundo se demonstrou.

A jurisprudência norte-americana, por exemplo, várias vezes responsabilizou o acionista alienante do controle que não tomou as diligências necessárias para verificar a idoneidade do adquirente, cujo propósito era o de saquear ativos da com-

Giuffrè, Milão, 1964, p. 3; cf., outrossim, Agostino Gambino, "La disciplina del conflitto di interessi del socio", *Rivista del Diritto Commerciale*, 1969, vol. I, pp. 385-386 e nota 67).

16. Gesellschaftsrecht... cit., p. 432.

panhia, como lembra o notável societarista Robert Charles Clark.¹⁷

O mesmo deve ocorrer na hipótese de cessão do controle para um concorrente, interessado em terminar com a empresa ou mudar o ramo de atividade, ou ainda no caso de alienação para representantes do crime organizado.

A cessão de controle, nunca é demais lembrar, não é um negócio "privado", realizado no exclusivo interesse do controlador, mas algo que se reflete na sociedade e na empresa: "A cessão de controle não se apresenta como 'privada', independente da organização societária, mas, conforme os exemplos mostram, como uma providência relacionada à sociedade e à empresa". 18

Segundo melhor esclarece Calixto Salomão Filho, que invoca expressamente a lição supracitada, de Wiedemann, "(...) o negócio de alienação de controle, exatamente por não envolver apenas o bem 'ações', mas o verdadeiro controle sobre a organização empresarial e consequentemente o controle de patrimônios e até destinos alheios, não pode ser considerado um negócio privado". ¹⁹

- 6. Não pode haver, portanto, nenhuma dúvida plausível de que o acionista controlador tem o dever de maximizar o valor das ações dos acionistas não controladores, precipuamente, aliás, na hipótese de cessão do controle.
- É, de resto, o que legitimamente se espera do leal comportamento daquele que tem o poder de determinar os destinos da empresa e a quem entregamos, a fundo perdido, o nosso dinheiro...
- 17. Cf. Corporate Law, New York, Aspen Law & Business, 1986, pp. 478-479 (§ 11.4.1 Sale to looters).
- 18. Tradução livre do original: "Die Übertragung der Mehrheitherrschaft stellt sich nicht als 'private', von dem Verband unabhängige, sondern, wie die Beispiele zeigen, als eine gesellschafts- und unternehmensbezogene Massnahme dar" (Wiedemann, Gesellschaftsrecht... cit., p. 451).
- Calixto Salomão Filho, O Novo Direito Societário, 3ª ed., 2006, Malheiros Editores, p. 131.

Acrescente-se ainda que, por motivos que dispensam explicação, é indisputavelmente do interesse dos acionistas não controladores — interesse ao qual o acionista controlador acha-se legalmente adstrito a atender, como demonstrado — a maximização do valor de suas ações.

II.2 – A interpretação do Estatuto de companhia aberta

7. Do que se expôs resulta, como consequência, que a interpretação do estatuto, mormente de uma companhia aberta – e ainda mais ligada ao Novo Mercado –, deve ser feita, no caso de uma cessão de controle, no sentido que melhor atenda aos direitos e interesses dos não controladores, já que estes poderão, de uma forma ou de outra, ser profundamente afetados.

É uma das hipóteses em que, no contexto do direito brasileiro, o acionista controlador pode acarretar dano aos não controladores – e que não é remediada pela oferta pública compulsória prevista no art. 254-A da LSA – dá-se quando, por variados motivos (incúria, premência de obtenção de dinheiro, etc.), a negociação é feita em parâmetros não condizentes com o real valor da empresa.

8. E, em matéria de interpretação de estatuto, há que distinguir, antes mais nada, se a companhia é aberta ou fechada.

Em artigo sobre a reforma da lei societária, Lamy Filho já observara que entre a companhia aberta e a fechada, a distinção não é de tamanho, mas de *natureza*: "Com efeito, entre a S/A fechada – mera técnica de estruturar um negócio, que poderia eventualmente revestir qualquer outra forma societária – e a S/A aberta – cujos títulos alimentam o mercado de capitais, que apela para o público em busca do capital de risco de que necessita (...) – a diferença não é apenas de tamanho ou de grau, é de natureza".²⁰

20. Cf. Alfredo Lamy Filho, "A reforma da lei das sociedades anônimas", *RDM* n. 7, p. 125.

Nessa mesma linha, afirma Comparato, no primeiro tipo (*i.e*, na companhia aberta) "(...) predomina o caráter institucional, marcado por disposições de ordem pública, não derrogáveis por deliberação dos acionistas, porque tendentes a proteger o interesse coletivo de investidores no mercado de capitais. No outro, prevalece o aspecto contratual, conferindo-se ampla liberdade de estipulação às partes para regular o funcionamento do mecanismo societário, de acordo com os seus interesses particulares".²¹

Exatamente por essa razão, como pondera o ilustre mestre das Arcadas, os estatutos de uma companhia aberta não são assemelháveis aos das fechadas: "Assim é que, nas companhias abertas, os estatutos se apresentam, incontestavelmente, como um ato-regra (para retomarmos a expressão consagrada dos institucionalistas franceses), com as características de um direito objetivo ou ius positum no âmbito corporativo. Já nas companhias fechadas, dificilmente poder-se-ão desligar as regras estatutárias do acordo de vontades entre os acionistas, que lhes serviu de fundamento e inspiração. Por isso mesmo, enquanto na companhia aberta a latitude de criação normativa dos estatutos é estreitamente limitada, preponderando sempre o ditado legal. nas companhias fechadas a fronteira entre estatutos e acordo de acionistas se esbate consideravelmente. O acordo estatutário aparece, aqui, muito mais como negócio jurídico privado, entre partes determinadas, do que como regulamento objetivo e impessoal".22

Como consequência, a *interpretação* dos estatutos de um ou outro tipo não se pode fazer do mesmo modo.

 Há que ressaltar, outrossim, como lembra ainda Comparato, a necessária distinção que se deve fazer, em matéria de sociedades por ações, "(...) entre o negócio constitutivo e o regulamento interno da vida social; enquanto aquele é pessoal e mesmo individualizado, este é objetivo e impessoal".²³

Lá prepondera o princípio da emissão volitiva das partes, aqui o ditado objetivo das cláusulas e sua conformidade com as normas legais. "Em matéria estatutária, como no plano legal", conclui o mestre, "a interpretação histórica nunca é decisiva".²⁴

Cuidando-se de uma companhia aberta, como é o caso da Consulta, a interpretação das cláusulas estatutárias, portanto, deve ser feita objetivamente, como se se tratasse de normas jurídicas, eis que tais cláusulas se destinam a reger as relações entre a sociedade e uma generalidade de pessoas que ingressam e se retiram a todo o momento do quadro societário.²⁵ Nesse contexto, evidentemente, não se justifica a interpretação subjetiva.²⁶

De qualquer forma, a doutrina procura diferençar entre as cláusulas estatutárias destinadas aos próprios acionistas

^{21.} Cf. Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial, Forense, 1981, p. 119.

^{22.} Ob. ult. cit., p. 121, itálicos do original, negritos nossos.

^{23.} O Poder cit., p. 177, destaques nossos.

^{24.} Ob. ult. cit., p. 179.

^{25.} O eminente mestre Vasco da Gama Lobo Xavier lembra que, na interpretação de estatutos, "a nada haverá que recorrer senão a eles próprios. Nesta orientação, que é corrente na doutrina germânica (cfr., por ex., Robert Fischer, in Grosskom. AktG, I, § 16, nota 19, Godin-Wilhelmi, I, § 23, nota 17, Würdinger, p. 35, Baumbach-Hueck, AktG, § 23, nota 3; e, para os estatutos das associações, Coing, § 133, nota 54, Enneccerus-Nipperdey, I, § 108, nota II, Larenz, lug. ult. cit., Schultze-V. Lasaulx, in Soergel-Siebert, § 25, nota II, e Hefermehl, lug. ult. cit. ...), escreve Vaz Serra, in RJL, 103º, p. 523: 'Os estatutos contêm normas objectivas aplicáveis a uma generalidade de pessoas, não podendo, portanto, a sua interpretação fazer-se, senão com o auxílio de circunstâncias que eles próprios revelam, e devendo tender ela à determinação de um sentido quanto possível, unitário, tal como se tratasse de uma lei" (cf. Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas, Atlântida Editora, Coimbra, Portugal, 1976, p. 565, destaques nossos).

^{26.} Cf. Wiedemann, Gesellschaftsrecht... cit., p. 168.

fundadores – às quais se emprestaria uma interpretação subjetiva, indagando acerca da vontade das partes contratantes –, e aquelas aplicáveis a terceiros, que não participaram do seu processo criativo – e que, portanto, demandariam uma interpretação objetiva.²⁷

II.3 - O caso concreto

10. No caso submetido ao nosso Parecer, os Consulentes, antes de mais nada, ingressaram na companhia – a COMPANHIA X – mais de seis meses após o seu ingresso no Novo Mercado.

Não tiveram qualquer participação, assim, na elaboração e votação de seu Estatuto.

11. O Estatuto da companhia contém uma cláusula relativa à oferta pública obrigatória, na hipótese de alienação do controle acionário, do seguinte teor:

"Artigo 27. Na hipótese de alienação do controle acionário da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, essa alienação deverá ser contratada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente do controle se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante".

Tal cláusula acha-se inserida no Capítulo V do Estatuto, que se intitula: "Da Alienação do Controle Acionário, do Cancelamento do Registro de Companhia Aberta e da Saída do Novo Mercado".

27. Cf. Carlo Angelici e Giovanni B. Ferri, Studi sull'autonomia dei privati, Utet, Turim, 1997, pp. 338-340. Cf. outrossim, a dissertação de mestrado de Marco La Rosa de Almeida, aprovada com distinção, denominada A Interpretação dos Estatutos das Sociedades por Ações (Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2008, pp. 90 e ss.).

12. Mas o Estatuto contêm também uma outra cláusula, incluindo uma poison pill na hipótese de aquisição de ações representativas de 20% ou mais do capital, que assim dispõe:

"Artigo 34. Qualquer pessoa ou grupo de pessoas, acionistas ou não (incluindo sem limitação, qualquer pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, condomínio, carteira de títulos, universalidade de direitos, ou outra forma de organização) residente ou com sede no Brasil ou no exterior, que venha a adquirir ou se torne titular, por qualquer motivo, de acões de emissão da Companhia; ou de outros direitos, inclusive usufruto ou fideicomisso. sobre acões de emissão da Companhia em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do seu capital social ('Acionista Adquirente'), deverá efetivar uma oferta pública de aquisição de ações específica para a hipótese prevista neste artigo 34 ('OPA'), para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da Bovespa e os termos deste Artigo".

Referida cláusula se encontra inserta no Capítulo VI do Estatuto, cujo título é: "Da Aquisição de Participação Relevante e da Dispersão Acionária".

13. Argui-se, portanto, que como as mencionadas cláusulas estatutárias se destinariam a hipóteses diversas, como se acha demonstrado pelos títulos dos capítulos em que estão incluídas, elas não poderiam ser aplicáveis simultaneamente. Uma necessariamente excluiria a outra.

É de se afastar desde logo, entretanto, a preponderância que se pretende dar aos títulos dos capítulos, na interpretação do Estatuto da COMPANHIA X.

Como bem lembra o inexcedível Carlos Maximiliano, em lição aplicável, *mutatis mutandis*, à interpretação de estatutos,

"Os títulos, as epígrafes e as rubricas da lei em conjunto, ou de capítulo ou parágrafo, não fazem parte, propriamente, da norma escrita, não foram discutidos nem votados, não contêm uma regra explícita. Entretanto, foram presentes aos legisladores e aceitos como acessórios da lei, destinados a indicar a ordem e a correlação entre as suas partes.

"Deve-se presumir ser a epígrafe oportuna, expressiva, regular; na falta de argumento sólido em contrário, admite-se que apenas compreende o objeto exato da norma, e, portanto, serve para deduzir o sentido e o alcance desta.

"Entretanto, a lei não se equipara a um manual teórico; a disposição de suas matérias não é feita com o rigor escolar. Muitas vezes o título figurou no Projeto e é mantido apesar de o Congresso haver dilatado, ou restringido os termos das disposições primitivas; daí resulta a necessidade de atribuir ao texto um alcance mais amplo, ou mais estreito, do que a epígrafe parece indicar.

"Pelas razões expostas, o título ajuda a deduzir os motivos e o objeto da norma; presta, em alguns casos, relevante serviço à exegese; auxilia muito a memória, é fácil de reter, e por ele se chega à lembrança das regras a que se refere; porém, oferece um critério inseguro; o argumento a rubrica é de ordem subsidiária; vale menos do que os outros elementos de Hermenêutica, os quais se aplicam diretamente ao texto em sua íntegra."²⁸

14. Mas ainda que assim não se entendesse, o Estatuto da COMPANHIA X contém outra norma que desautoriza a restrição que se pretende inferir a partir dos títulos dos seus capítulos.

Assim é que, no próprio Capítulo VI, cujo título, relembre-se, é "Da Aquisição de Participação Relevante e da Dispersão Acionária", o artigo 35 assim dispõe:

"Artigo 35. É facultada a efetivação de uma única oferta pública de aquisição

28. Hermenêutica e Aplicação do Direito, Forense, 19ª ed., 2009, p. 217; itálicos do autor, demais destaques nossos.

de ações, visando a mais de uma das finalidades previstas nos Capítulos V e VI deste Estatuto, no Regulamento de Listagem no Novo Mercado ou na regulamentação emitida pela CVM, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de todas as modalidades de oferta pública de aquisição de ações e não haja prejuízo para os destinatários da oferta e seja obtida a autorização da CVM quando exigida pela legislação aplicável" (itálicos em negrito nossos).

Ora, o Capítulo V do Estatuto, como se ressaltou, intitula-se "Da Alienação do Controle Acionário, do Cancelamento do Registro de Companhia Aberta e da Saída do Novo Mercado".

Isso demonstra cristalinamente, portanto, que não são excludentes as ofertas públicas nas hipóteses de alienação do controle (Capítulo V) e de aquisição de participação relevante e dispersão acionária (Capítulo VI). Ao contrário, seria possível a realização de uma única oferta contemplando tanto os critérios da OPA do artigo 27, quanto os critérios da OPA de poison pill. desde que não houvesse prejuízo para os destinatários da oferta, nos termos do supracitado artigo 35. Ou seja, na hipótese de alienação de controle, o preço ofertado aos minoritários deveria ser, necessariamente, o maior preço encontrado de acordo com os critérios do artigo 27 e do artigo 34.

Definitivamente não se sustenta, assim, o argumento baseado nos títulos dos capítulos do Estatuto da COMPANHIA X.

15. Objeta-se, ainda, com base no texto do artigo 34, que ele teria por finalidade exclusiva dificultar a aquisição de participação relevante para, assim, manter a dispersão acionária e que, no caso, esta foi mantida exatamente como se achava antes da alienação do controle. Por tal razão o aludido dispositivo estatutário seria inaplicável ao caso vertente.

Mas não é a exegese que se extrai do próprio artigo 34 que, em seu parágrafo 12, assim dispõe:

"Parágrafo 12. O disposto neste artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de acões de emissão da Companhia em quantidade superior a 20% (vinte por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de acões em até 30 (trinta) dias contados do evento relevante: (ii) da incorporação de uma outra sociedade pela Companhia, (iii) da incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia; ou (iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em Assembleia Geral da Companhia, e cuja proposta de aumento de capital tenha determinado a fixação do preco de emissão das ações com base em valor econômico obtido a partir de laudo de avaliação elaborado nos termos do artigo 32 deste Estatuto".

Entre as exceções expressamente estipuladas no supracitado parágrafo, portanto, *não se acha a alienação do controle*.

A conclusão que se extrai daí, portanto, é a de que a *poison pill* prevista no art. 34 tem inteira aplicação também nessa hipótese. Ela não se destina exclusivamente a manter a dispersão acionária, *mas também a proteger os acionistas minoritários* por ocasião da cessão do controle acionário.

Se a interpretação dos Estatutos sociais de companhias abertas deve ser objetiva e não há nenhuma exceção expressa no Estatuto para dizer que a OPA do artigo 27 deve se sobrepor à OPA de *poison pill* em caso de alienação de controle, o artigo 34 há de ser necessariamente aplicado ao caso concreto, já que houve alienação de mais de 20% do capital social da COMPANHIA X (situação que completa o suporte fático do artigo 34, portanto).

16. Essa exegese não só é a que se extrai objetiva e diretamente do Estatuto da COMPANHIA X, como também é a que mais se coaduna com uma interpretação mais favorável à minoria.

Isto porque, como se salientou, a oferta pública prevista no artigo 27 (à semelhança da do art. 254-A da LSA) não protege adequadamente os acionistas minoritários no caso de o controle ser alienado açodadamente (como parece, inclusive, ter ocorrido aqui) ou, de qualquer outra forma, por um valor que prejudique os seus interesses.

E o art. 34 explicitamente protege tais interesses, como deflui, entre outros, dos seus parágrafos 3º a 5º, autoexplicativos:

"Parágrafo 3º. O preco a ser ofertado pelas ações de emissão da Companhia na OPA deverá ser, pelo menos, igual ao maior entre (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação nos termos do parágrafo 4º deste artigo 34, acrescido de um prêmio de 25% (vinte e cinco por cento); (ii) 125% (cento e vinte e cinco por cento) do preco de emissão das acões em aumento de capital mediante distribuição pública ocorrido nos 24 (vinte e quatro) meses anteriores à data em que se tornar obrigatória a realização da OPA nos termos deste artigo 34, devidamente atualizado pelo IPC (Índice de Precos ao Consumidor da Fundação Getúlio Vargas) até a data do pagamento; e (iii) 125% (cento e vinte e cinco por cento) da cotação unitária média das acões da Companhia, na bolsa de valores em que houver o major volume de negociações das ações de emissão da Companhia, durante os 90 (noventa) dias anteriores à realização da OPA.

"Parágrafo 4º. O valor econômico das ações de emissão da Companhia será apurado em laudo de avaliação elaborado na forma do artigo 32 deste Estatuto, com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários ou com base em outro critério aceito pela CVM, assegurada a revisão do valor da oferta na forma do parágrafo 5º deste artigo.

"Parágrafo 5º. Os acionistas titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das Ações em Circulação (conforme definido no parágrafo 2º do Artigo 32 acima) no mercado, poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares das Ações em Circulação no mercado para deliberar sobre a realização de nova avaliação da Companhia para fins de revisão do preco da OPA, cujo laudo deverá ser preparado nos mesmos moldes do laudo de avaliação referido no parágrafo 4º deste artigo, de acordo com os procedimentos previstos no artigo 4º-A da Lei n. 6.404/76 e com observância ao disposto na regulamentação aplicável da CVM, nos regulamentos da Bovespa e nos termos deste artigo."

Na hipótese de alienação de controle, portanto, os minoritários da COMPANHIA X, por força do artigo 34, não ficam amarrados ao preço estipulado pelo seu acionista controlador!

17. Por outro lado, o argumento de que a aplicação simultânea das OPAs estabelecidas nos artigos 27 e 34 teria de ser expressamente prevista no Estatuto da COMPANHIA X, é, diante do que se expôs nos itens I e II deste Parecer, completamente improcedente, com a devida vênia.

Justa e precisamente o contrário: para que não houvesse essa aplicação simultânea seria necessária expressa *exclusão* a respeito no Estatuto – o que, como visto no item 15 acima, não ocorreu!

Quando há cessão do controle, os minoritários estão sujeitos a diversos riscos, razão pela qual a exegese do Estatuto deve ser feita da forma mais favorável ao atendimento dos seus interesses.

18. De resto, a poison pill estipulada no artigo 34 do Estatuto da COMPANHIA X, como as de tantas outras empresas integrantes do Novo Mercado, não se destina apenas a assegurar a dispersão acionária, como se alega, mas também a proteger o controle. Com uma cláusula dessas, o acionista majoritário pode se desfazer de parte de suas ações e ainda manter o controle.

Nesse sentido, lembra Roberta Nioac Prado que "(...) tais cláusulas poderiam ser vistas como parte de um processo de transição, como um 'primeiro passo' rumo à democratização do capital social, atuando como um instrumento facilitador da adaptação dos controladores à nova realidade de uma companhia aberta com maior dispersão acionária". ²⁹

19. De qualquer forma, o artigo 34 do Estatuto indisputavelmente assegura e protege a minoria acionária na hipótese de cessão do controle, como se demonstrou, desvinculando-a do preço arbitrariamente estipulado pelo acionista controlador.

Deve ser vista, assim, como uma cláusula ampliativa – e não restritiva – de direitos

20. Argumenta-se, ainda, com base no artigo 40 do Estatuto, que a SOCIEDA-DE Z seria sucessora dos acionistas controladores e, portanto, não estaria sujeita à cláusula de poison pill.

O aludido artigo tem a seguinte redação:

"Art. 40. O disposto no artigo 34 deste Estatuto Social não se aplica aos atuais acionistas da Companhia e seus sucessores na data da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 28 de junho de 2006, bem como às suas respectivas controladas e coligadas, aplicando-se exclusivamente àqueles investidores que adquirirem ações e se tornarem acionistas da Companhia após tal Assembleia Geral".

Tal dispositivo – de caráter nitidamente transitório, como decorre claramente do

29. "Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro", em Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais, Quartier Latin, 2010, obra coletiva coordenada por Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luís André N. de Moura Azevedo, p. 400.

seu texto e não somente do capítulo em que se insere – teve por finalidade evitar a aplicação da *poison pill* prevista no artigo 34 à operação de organização do poder de controle da COMPANHIA X.

21. A AGE de 28.6.06, a que se refere o artigo 40, teve por objeto o pedido de registro de companhia aberta perante a CVM, e a alteração estatutária da COM-PANHIA X a fim de adaptar o Estatuto à abertura de capital.

Dessa forma, como excelentemente argumentam as Consulentes, em sua réplica (itens 45 a 58), logo após a assembleia, mas dentro desse mesmo contexto, os acionistas pessoas físicas, que eram titulares da totalidade das ações representativas do capital social da COMPANHIA X, celebraram um acordo de acionistas da XPAR, visando assegurar, na abertura do capital da companhia, que o controle desta fosse exercido por meio da XPAR, uma holding pura.

O acordo mencionado prevê que os acionistas pessoas físicas transfeririam para a XPAR ações da COMPANHIA X em número suficiente para tanto, mas como a quantidade de ações necessária para garantir o controle somente poderia ser definida após a determinação do número das que seriam subscritas publicamente, inseriu-se o artigo 40 a fim de afastar a incidência da poison pill por ocasião da realização da referida transferência — eis que já estava em vigência o artigo 34 do Estatuto.

Como disseram as Consulentes em sua réplica, se foi necessário criar uma exceção para o artigo 34 não incidir em operações como a descrita acima, é porque desde a elaboração do Estatuto da COM-PANHIA X tinha-se em mente que a OPA de poison pill seria aplicável a toda e qualquer transferência de controle. Até por isso o artigo 40 foi inserido no Capítulo VIII (Disposições Finais e Transitórias), e não no Capítulo VI do Estatuto, que trata da poison pill e de suas exceções. O objetivo do referido artigo 40 era excluir a XPAR,

na condição de *controlada* dos acionistas pessoas físicas, da obrigação do artigo 34.

22. Não faz nenhum sentido, evidentemente, entender-se que uma isenção transitória aplicar-se-ia a todas as futuras transferências de ações da COMPANHIA X, a título singular, sobretudo pelo fato de haver outro dispositivo no próprio Estatuto da COMPANHIA X que estabelece as exceções à aplicação do artigo 34, conforme se depreende do parágrafo 12 do referido artigo 34, que aqui se repete:

"Parágrafo 12. O disposto neste artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de acões de emissão da Companhia em quantidade superior a 20% (vinte por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 30 (trinta) dias contados do evento relevante: (ii) da incorporação de uma outra sociedade pela Companhia; (iii) da incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia: ou (iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em Assembleia Geral da Companhia, e cuja proposta de aumento de capital tenha determinado a fixação do preco de emissão das ações com base em valor econômico obtido a partir de laudo de avaliação elaborado nos termos do artigo 32 deste Estatuto".

Ademais, se a exceção transitória do artigo 40 fosse permanente, qualquer adquirente das ações antes pertencentes às pessoas físicas que inicialmente controlavam a COMPANHIA X estaria imune à incidência da *poison pill*. Assim, tais ações confeririam mais direitos do que as demais ações da COMPANHIA X, ou seja, ter-se-ia criado, pelo artigo 40, uma classe diferente de ações ordinárias em uma companhia que aderiu às regras do Novo Mercado.

23. Também nos parece totalmente inconsistente o argumento de que o artigo 34 do Estatuto da COMPANHIA X não se aplicaria à hipótese de alienação indireta de controle, por se referir a "ações de emissão da Companhia".

O Fato Relevante, publicado em 2.12.09, revela que, desde o início da operação, a SOCIEDADE Z já tencionava incorporar a XPAR, passando, com isso, a deter *diretamente* 51,9345% do capital social da COMPANHIA X.

Seria totalmente incongruente, assim, admitir que a aquisição direta das ações da COMPANHIA X faria incidir a poison pill, mas a aquisição indireta, imediatamente seguida de incorporação (que acarreta a participação direta), pudesse escapar à sua incidência.

A fraude às disposições estatutárias restaria franqueada, não sendo demasiado lembrar que a essa altura da vida jurídica nacional, com a difusa e generalizada utilização da teoria da desconsideração da personalidade jurídica pela doutrina, jurisprudência e pelos textos legais, ³⁰ seria "chover no molhado", com o perdão da expressão, afirmar-se que a pessoa jurídica pode ser utilizada abusivamente, com o intuito de fraudar a lei ou os contratos.

No tocante a estes últimos, relembra J. Lamartine Corrêa de Oliveira³¹ que Rolf Serick, na sua obra seminal sobre a desconsideração da pessoa jurídica,³² ao sintetizar os resultados de sua pesquisa, tentou codificá-los em quatro grandes princípios, o primeiro dos quais é assim enunciado: "Em caso de abuso da forma da pessoa jurídica, pode o juiz, para impedir que seja

30. Arts. 28 da Lei 8.078/90 (CDC), 18 da Lei 8.884/94 (CADE), 50 do Código Civil.

A Dupla Crise da Pessoa Jurídica, Saraiva, 1979.

32. Rechtsform und Realität juristischer Person – Ein rechtsvergleichender Beitrag zur Frage des Durchgriffst auf die Personen oder Gegenstände hinter der juristischen Person ("Forma juridica e realidade das pessoas juridicas – Contribuição de Direito Comparado à questão da penetração destinada a atingir pessoas ou objetos situados atrás da pessoa juridica", na tradução de J. Lamartine Corrêa de Oliveira, ob. cit., p. 296).

atingido o objetivo ilícito visado, deixar de respeitar tal forma, afastando-se portanto do princípio da nítida distinção entre sócio e pessoa jurídica. Existe abuso quando, através do instrumento de pessoa jurídica se procura fugir à incidência de uma lei ou à de obrigações contratuais, ou causar fraudulentamente danos a terceiros. (...)". 33

24. Por final, carece ainda de qualquer substância e até de lógica, com a devida vênia, a alegação de que uma oferta pública de aquisição de ações se considera realizada na data do pedido de seu registro na CVM.

Tal alegação foi feita em face do disposto no artigo 34, parágrafo 3º, item iii, do Estatuto da COMPANHIA X, que assim dispõe:

"Parágrafo 3º. O preço a ser ofertado pelas ações de emissão da Companhia na OPA deverá ser, pelo menos, igual ao maior entre (...) (iii) 125% (cento e vinte e cinco por cento) da cotação unitária média das ações da Companhia, na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia, durante os 90 (noventa) dias anteriores à realização da OPA".

O dispositivo nos parece meridianamente claro: noventa dias anteriores à *realização* da OPA – não fala em "pedido de registro", nem em "publicação" da OPA, mas sim em *realização*.

Quando se realiza a OPA?

Parece intuitivo que a realização só ocorre na data do leilão, já que é nesse momento que a cadeia de atos que integra o procedimento da OPA se encerra. De todo modo, ainda que tal argumento não fosse suficiente, pelas próprias normas da CVM³⁴ é possível notar que a efetivação da OPA somente ocorre com o leilão. Apenas

^{33.} Ob. cit., pp. 327-328, destaques nossos.

^{34.} Vide Instrução CVM n. 361, de 5 de março de 2002, e Instrução CVM n. 487, de 25 de novembro de 2010.

como exemplo, tome-se o artigo 4º, inciso VII, da Instrução CVM n. 361/2002 (cujo texto, abaixo transcrito, foi mantido na Instrução CVM n. 487/2010):

"Art. 4º. Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios: (....) VII – a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado (...)".

Ora, efetivação da OPA é sinônimo de realização da OPA. Veja-se a definição jurídica de realização, constante do Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa: "Realização. (...) 6. JUR. execução de uma obrigação de caráter financeiro; efetivação; cumprimento".³⁵

Assim, antes da realização do leilão, não há como se considerar a OPA efetivada/realizada. Tanto é verdade que, antes disso, a OPA poderia inclusive vir a ser revogada ou alterada pelo ofertante, nos termos legais. É no momento da realização do leilão, portanto, que a oferta pública se concretiza e não em qualquer outro.

III – Respostas aos quesitos

- 25. Passamos, assim, a responder aos quesitos formulados.
- 1) A Transação faria incidir o artigo 34 do Estatuto social da COMPANHIA X (i.e., a cláusula de poison pill)?
- R: Sem qualquer dúvida. O artigo 34 do Estatuto da COMPANHIA X constitui norma de proteção aos acionistas minoritários, inclusive na hipótese de cessão de controle, cessão esta que, ademais, não é excetuada no parágrafo 12 do mencionado artigo.
- 2) O fato de a Transação ter-se dado também por meio da aquisição de participação societária da XPar afastaria a incidência do referido artigo 34? Além disso, pode-se dizer que tal artigo estabelece

norma restritiva de direitos e que, por esta razão, não incide à Transação?

R: Evidentemente, não. Desde o início da operação, a SOCIEDADE Z já tencionava incorporar a XPAR, passando, com isso, a deter *diretamente* 51,9345% do capital social da COMPANHIA X. Seria totalmente incongruente admitir que a aquisição direta das ações da COMPANHIA X faria incidir a *poison pill*, mas a aquisição indireta, imediatamente seguida de incorporação (que acarreta a participação direta), pudesse escapar à sua incidência. De outra parte, o artigo 34 do Estatuto da COMPANHIA X constitui norma ampliativa dos direitos dos minoritários, e não restritiva.

- 3) O fato de a Transação ter ensejado uma OPA por alienação de controle afastaria a incidência do referido artigo 34? Caso a resposta seja negativa, como se compatibilizariam os critérios de preço de cada uma dessas OPAs?
- R: O fato de a Transação ter ensejado uma OPA por alienação de controle não
 afasta a incidência da OPA do artigo 34, eis
 que isso só poderia ocorrer por disposição
 expressa do Estatuto da COMPANHIA X.
 O artigo 40, disposição transitória, é justamente confirmatório dessa incidência.
 Apurados os preços em ambas as OPAs, os
 acionistas minoritários da COMPANHIA
 X farão jus ao que for maior, em linha com
 o que dispõe o artigo 35 do Estatuto da
 COMPANHIA X.
- 4) Os acionistas controladores de sociedades anônimas estão sujeitos ao dever de maximizar o valor da venda das ações dos demais acionistas? Caso a resposta seja positiva, a aplicação da cláusula de poison pill a operações como a Transação garantiria aos acionistas minoritários um mecanismo de proteção contra os prejuízos que podem sofrer em razão do descumprimento, por parte dos antigos acionistas controladores, do dever de maximizar o valor da venda das ações dos demais acionistas?

^{35.} Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa, 1ª ed., Rio de Janeiro, 2009.

R: Diante do disposto no parágrafo único, do art. 116, da LSA, não pode haver dúvida plausível de que os acionistas controladores das sociedades anônimas estão sujeitos ao dever de maximizar o valor da venda das ações dos demais acionistas. A aplicação da *poison pill* prevista no artigo 34 do Estatuto da COMPANHIA X, como deflui de seus parágrafos 3º a 5º, constitui incontestavelmente um mecanismo de proteção contra o descumprimento desse dever.

5) Pode a SOCIEDADE Z declarar que a OPA objeto do edital publicado em 28.12.2009 já incorpora o prêmio previsto no artigo 34 do Estatuto social da COMPANHIA X, ainda que não tenha respeitado o procedimento descrito nos parágrafos do referido artigo 34?

R: Claramente, não, pois é preciso que o prêmio seja apurado de acordo com os três critérios ali referidos para efeito de comparação com o valor ofertado pela SO-CIEDADE Z aos acionistas minoritários, de acordo com o artigo 27 do Estatuto.

 Caso se decida pela incidência da cláusula de poison pill à Transação, pode a SOCIEDADE Z autonomamente determinar o momento em que se considera realizada a oferta pública de aquisição de ações? Caso a resposta seja negativa, qual seria o momento em que se deveria considerar realizada a OPA para fins do cálculo da cotação unitária média referente aos 90 dias anteriores à realização da oferta?

R: É evidente que a SOCIEDADE Z não pode autonomamente determinar o momento em que se considera realizada a oferta pública, eis que tal momento só pode ser determinado a partir da interpretação das disposições legais, administrativas e estatutárias. Mas parece meridianamente óbvio que uma oferta pública só se considera realizada por ocasião do leilão. A apuração do preço da oferta de poison pill. conforme o critério de cotação unitária média dos noventa dias anteriores à oferta (art. 34, parágrafo 3º, item iii, do Estatuto da COMPANHIA X) depende, portanto, da definição da data do leilão, que é a data de realização da oferta.

É o Parecer, s.m.j.

São Paulo, 17 de dezembro de 2010.