(IN)EXIGIBILIDADE DE OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE – UMA ANÁLISE DA JURISPRUDÊNCIA DA CVM

Felipe Tavares Boechem

I. Introdução. II. Breve histórico da OPA por alienação de controle no Brasil. III. Metodologia de análise da obrigatoriedade de realização de OPA por alienação de controle: III.1 Lei n. 6.404/1976; III.2 Instrução CVM n. 361/2002; III.3 Regulamento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa; III.4 Estatuto Social; III.5 Normativos expedidos por outras Agências Reguladoras. IV. Jurisprudência da CVM sobre OPA por alienação de controle: IV.1 OPA como condição suspensiva ou resolutiva da alienação de controle; IV.2 Impossibilidade de aplicação automática do conceito de acionista controlador aos casos de alienação de controle; IV.3 Aplicabilidade do art. 254-A exclusivamente às operações de alienação de controle majoritário. IV.4 Extensão do conceito de Alienação Indireta de Controle; IV.5 Lei aplicável para definição do conceito de "Controle" e "Alienação de Controle" em caso de alienação indireta de controle ocorrida no exterior; IV.6 Inaplicabilidade do art. 254-A às hipóteses de alteração de acionista membro do bloco de controle e consolidação de controle compartilhado; IV.7 Inaplicabilidade do art. 254-A às aquisições originárias de controle; IV.8 Inexistência de alienação de controle em operações de incorporação; IV.9 Questões envolvendo o preço pago ao antigo acionista controlador e o preço ofertado na OPA; IV.10 Não incidência do art. 254-A em caso de renúncia dos acionistas minoritários à OPA. V. Conclusão.

> "*As the corporation increasingly is recognized as an institution of primary significance (...) the importance of control grows in law as it has grown in economic and social fact. Corporation law has never surrounded this phenomenon. Rules have been developed with respect to isolated aspects of it; but the rules derive chiefly from a time when corporations were still truly private and relatively small (...)*"[1] (Berle, 1958).

I. Introdução

A alienação do controle acionário de companhias abertas figura entre os assuntos mais atuais e polêmicos do direito societário brasileiro. Alvo de inúmeras controvérsias, o

1. Adolf A. Berle, "Control in Corporate Law", in *Columbia Law Review*, 1958, p. 1.212, *ap.* David Cowan Bayne, *The Philosophy of Corporate Control: a Treatise on the Law of Fiduciary Duty*, 1ª ed., Chicago, Loyola University Press, 1986, p. XIII. "O fenômeno do 'controle' é talvez o mais importante fato no direito

tema possui um forte apelo em função dos diferentes interesses e implicações econômicas envolvidos, bem como vem ganhando, nos últimos anos, uma crescente relevância em decorrência do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e da sofisticação cada vez maior da estrutura societária das companhias abertas brasileiras.

A reintrodução, promovida pela Lei n. 10.303/2001, da obrigatoriedade de realização de Oferta Pública para Aquisição de Ações ("OPA") com direito a voto detidas pelos acionistas minoritários como condição para a eficácia das operações de alienação de controle elevou o custo dessas operações para o adquirente do controle.

Além de arcar com o custo de aquisição das ações do bloco de controle, o que normalmente envolve o pagamento de um prêmio de controle, o adquirente do controle também deve estar preparado para adquirir a totalidade das ações com direito a voto detidas pelos acionistas minoritários por um preço, no mínimo, igual a 80% do valor pago pelas ações do antigo controlador, conforme estabelecido no art. 254-A da Lei n. 6.404/1976.

Esse custo é ainda maior para as companhias abertas listadas no Novo Mercado e no Nível II da BM&FBovespa. A Seção VIII dos Regulamentos do Novo Mercado e do Nível II estabelece que, em caso de alienação do controle de uma companhia listada nesses segmentos, o adquirente deve realizar uma OPA para aquisição das ações de todos os demais acionistas de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante, ou seja, um *tag along* de 100% para todos os acionistas minoritários. Em junho de 2012,[2] havia 128 companhias listadas no Novo Mercado e 20 companhias listadas no Nível II, que representavam aproximadamente 35% do total de 427[3] companhias listadas nos segmentos de bolsa de valores[4] da BM&FBovespa, o que demonstra a importância desses segmentos no Brasil.

Esse incremento no custo das transações de alienação de controle despertou, consequentemente, a criatividade dos agentes de mercado na busca de estruturas contratuais e societárias que não estivessem sujeitas à incidência de tal obrigação. Enfim, estava posto o cenário propício para o surgimento de diversas polêmicas sobre a aplicação do art. 254-A.

Paralelamente, outro fator que ajudou a aumentar as discussões em torno do tema foi o desenvolvimento das companhias abertas brasileiras e a tendência de migração de um modelo de companhia com controle concentrado e definido para outro em que cada vez mais verifica-se o fenômeno da dispersão/pulverização do capital social, o que alterou significativamente o cenário sobre o qual o art. 254-A, bem como toda a Lei n. 6.404/1976, foi editado. Tal mudança de cenário acaba inevitavelmente suscitando polêmicas sobre a aplicação do art. 254-A nessa nova conjuntura.

Diante desse cenário, tornou-se fundamental compreender e delimitar detalhadamente o conceito legal de alienação de controle, para que os interessados na aquisição do controle de uma companhia aberta possam estruturar seus investimentos de forma eficiente e prever com segurança se a estrutura adotada será ou não caracterizada como uma alienação de controle sujeita à realização de OPA.

societário norte-americano. Enquanto a companhia é progressivamente reconhecida como instituição de maior importância (...) a importância do controle cresce no direito, assim como o fez como fato econômico e social. O direito societário nunca se aproximou desse fenômeno. Regras foram desenvolvidas com respeito a aspectos isolados do controle; mas as regras atuais derivam principalmente de um período em que as companhias eram de propriedade restrita a poucos sócios e relativamente pequenas (...)" (tradução livre).

2. *www.bovespa.com.br*, acesso 13.6.2012.

3. Inclui todas as companhias listadas na BM&FBovespa, não apenas aquelas com ações negociadas em bolsa.

4. Inclui Novo Mercado, Nível I, Nível II, segmento tradicional e BDRs Patrocinados.

Nessa perspectiva, passa a ser uma tarefa imperativa da doutrina, do poder judiciário, dos órgãos reguladores e autorreguladores esclarecer a todos os agentes de mercado o alcance do art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 e da Seção VIII dos Regulamentos do Novo Mercado e Nível II, para que os mesmos estejam previamente cientes dos direitos e obrigações previstos nos referidos dispositivos. Deve-se evitar que expectativas legítimas sejam frustradas em função da falta de definição e clareza de tais normas.

O escopo do presente trabalho é justamente contribuir com a difícil tarefa de definição da extensão do conceito legal de alienação de controle, utilizando-se para tanto das interpretações manifestadas pela CVM em suas principais decisões sobre o tema.[5] Espera-se com esse trabalho organizar e consolidar de forma direta e objetiva o posicionamento da CVM sobre o assunto.

Cabe ressaltar, que este trabalho está focado na análise do art. 254-A da Lei n. 6.404/1976.[6] No entanto, ao analisar uma operação de alienação de controle, é essencial ter em mente que existem outras normas que disciplinam a matéria e que, portanto, também precisam ser consideradas, com destaque para: (*i*) a Instrução CVM n. 361/2002 que dispõe sobre o registro e procedimentos aplicáveis à realização de OPA por alienação de controle, (*ii*) os regulamentos dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, que contêm regras específicas sobre oferta pública por alienação de controle e (*iii*) o próprio estatuto social da companhia, que também poderá conter disposições sobre o tema.

A ausência de uma análise mais detalhada da jurisprudência é decorrente da falta de decisões judiciais relevantes sobre o tema. Referências doutrinárias serão utilizadas apenas com o objetivo de apresentar e esclarecer alguns dos pontos apresentados, mas sem a pretensão de fazer uma análise profunda da doutrina sobre os temas em discussão. Conforme definido acima, o foco é apresentar a visão da CVM sobre o tema.

Também não se pretende apresentar visões do autor sobre os assuntos aqui tratados, uma vez que é da natureza do Direito, enquanto ciência, haver correntes doutrinárias em sentidos diversos para os pontos polêmicos. Dessa forma, o operador do Direito já possui, nos mais renomados juristas, os argumentos doutrinários necessários para sustentar suas teses. O que se pretende é fornecer ao mesmo uma fonte de consulta organizada sobre o entendimento da CVM sobre o art. 254-A.

II. Breve histórico da OPA por alienação de controle no Brasil

A obrigação de realização de OPA em decorrência de uma operação de alienação de controle de companhia aberta ingressou pela primeira vez no ordenamento jurídico brasileiro com a edição da Lei n. 6.404/1976, que estabeleceu originalmente no art. 254 (transcrito abaixo) a obrigação do adquirente do controle realizar uma OPA estendendo *aos demais acionistas os mesmos termos e condições* oferecidos pelas ações do acionista controlador.[7]

5. Foram pesquisadas todas as decisões da CVM sobre o tema até 13.6.2012.

6. Inexiste, até o presente momento, processos judiciais ou procedimentos administrativos perante a CVM envolvendo a Seção VIII dos Regulamentos do Novo Mercado e Nível II.

7. Vale ressaltar que a redação original do art. 255 da Lei n. 6.40/1976 também continha previsão de OPA por alienação de controle específica para companhias sujeitas à autorização do governo para funcionar. "Art. 255. A alienação do controle de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar e cujas ações ordinárias sejam por força de lei, nominativas ou endossáveis, está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto. § 1º. A autoridade competente para autorizar a alienação deve zelar para que seja assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para a aquisição das suas ações, ou o rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da

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

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

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

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

Apesar do art. 254 da Lei n. 6.404/1976 ter estabelecido inicialmente tratamento igualitário para todos os acionistas minoritários, sem distinção entre ações com direito a voto e ações sem direito a voto ou com voto restrito, o Conselho Monetário Nacional ("CMN"), a quem competia regular a matéria à época, dispôs por meio da Resolução n. 401/1976,[8] que a OPA por alienação de controle deveria destinar-se *somente para os titulares de ações com direito a voto*.

A distinção entre ações com e sem direito a voto, promovida pela Resolução CMN n. 401/1976, gerou inúmeras críticas doutrinárias,[9] mas a jurisprudência majoritária[10] à época fixou o entendimento de que as ações sem direito a voto não deveriam ser abrangidas pela OPA por alienação de controle em caso de simples alienação de controle.[11]

A primeira reforma da Lei n. 6.404/1976, promovida pela Lei n. 9.457/1997, revogou expressamente o art. 254, eliminando assim a obrigatoriedade de OPA por alienação de controle. Segundo a justificativa do projeto de lei que resultou na Lei n. 9.457/1997, conhecido como "Projeto Kandir", esta iniciativa "visava a reduzir os custos para o adquirente do controle acionário que, ao invés de estarem sendo utilizados na capitalização da companhia, estariam sendo despendidos na aquisição de ações dos minoritários".

Contudo, como é sabido, o fator que realmente motivou a referida alteração legislativa foi a necessidade de, em 1997, fazer "deslanchar" o processo de privatização que estava sendo implementado. Sem a obrigatoriedade da OPA por alienação de controle, foi reduzido o custo de aquisição do controle das companhias em processo de privatização, permitindo à União, enquanto acionista controladora, se apropriar integralmente do prêmio de controle.

A supressão da OPA por alienação de controle foi, portanto, mais um exemplo do casuísmo que sempre marcou o legislador brasileiro. Passado o período mais intenso de privatizações no Brasil, a obrigatoriedade de realização de OPA por alienação de controle foi novamente incorporada ao ordenamento jurídico por meio da Lei n. 10.303/2001

companhia, inclusive autorização para funcionar. § 2º. Se a compradora pretender incorporar a companhia, ou com ela se fundir, o tratamento equitativo referido no § 1º será apreciado no conjunto das operações".

8. Item I da Resolução CMN n. 401/1976: "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".

9. Para mais referências sobre estas críticas v. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *A Nova Lei das S/A*, Saraiva, 2002, p. 385.

10. Embargos de Divergência em Recursos Especiais n. 34.834-4, j. 2.12.1994, Rel. Min. Antônio Torreão Braz. Para mais referências sobre a jurisprudência relacionadas a esta discussão v. Paulo de Lorenzo Messina e Paula A. Forgioni, *Sociedade por Ações, Jurisprudência e Comentários*, Ed. RT, 1999, p. 55.

11. O termo "simples alienação de controle" foi utilizado, uma vez que, no âmbito dos Embargos de Divergência em Recursos Especiais n. 34.834-4, o STJ assentou que, em caso de alienação de controle seguida de incorporação, a OPA deveria estender-se às ações sem direito a voto.

que introduziu o atual art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 transcrito a seguir.

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

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

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

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

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

Importante salientar que o art. 254-A representa um retrocesso em termos de direitos do acionista minoritário em relação à redação do art. 254 originalmente prevista pela Lei n. 6.404/1976. Não se assegura mais ao acionista minoritário na OPA por alienação de controle o mesmo preço por ação atribuído às ações do acionista controlador alienante, mas apenas 80% desse valor. Adicionalmente, foi esclarecido que apenas os titulares de ações com direito a voto fariam jus ao *tag along* legal.

A percepção dos agentes de mercado de que a melhoria das práticas de governança corporativa e a maior proteção aos investidores são pilares fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais resultou na criação pela BM&FBovespa do Novo Mercado em 2002.[12] O Novo Mercado estabelece práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação, sendo uma de suas exigências mais relevantes o estabelecimento, no âmbito de uma OPA por alienação de controle, de tratamento igualitário entre acionista controlador alienante e acionista minoritário.[13]

Tendo em vista que o Novo Mercado também exige que todas as ações emitidas pela companhia sejam ordinárias, fica assegurado a todos os acionistas da companhia listada neste segmento o direito ao *tag along* de 100%. Vale ressaltar que as normas do Novo Mercado apenas são aplicáveis às companhias que tiverem expressamente aderido às mesmas, logo não podem ser aplicadas a todas as companhias indistintamente.

Cabe destacar ainda que o § 3º do art. 254-A conferiu à CVM competência para regulamentar a OPA por alienação de controle, que originalmente era do CMN. Atualmente,

12. Este trabalho dará maior em enfoque ao Novo Mercado em função de sua relevância. Entretanto, vale ressaltar que o Nível II também contém regras sobre OPA por alienação de controle.

13. Item 8.1 do Regulamento do Novo Mercado: "A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante".

a Instrução CVM n. 361/2002 é o normativo responsável pela regulamentação da OPA por alienação de controle, explicitando as regras procedimentais a serem seguidas para realização da oferta, bem como regulando determinadas situações para as quais a Lei n. 6.404/1976 é omissa.

III. Metodologia de análise da obrigatoriedade de realização de OPA por alienação de controle

Antes de analisar especificamente o conteúdo do art. 254-A, é necessário estabelecer uma metodologia de análise da obrigatoriedade de realização de OPA por alienação de controle diante de um caso concreto, ou seja, identificar e organizar de forma sistemática as normas a serem analisadas para determinar se uma operação pode ser caracterizada como uma alienação de controle apta a ensejar a obrigatoriedade de realizar uma OPA.

Uma análise diligente sobre a obrigatoriedade de realização de uma OPA por alienação de controle deve percorrer detalhadamente as normas mencionadas a seguir.

III.1 Lei n. 6.404/1976

O art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 é a primeira fonte legal da obrigação de realização de OPA por alienação de controle, aplicando-se indistintamente a todas as companhias abertas. Nessa perspectiva, qualquer análise sobre o tema deve partir desse dispositivo. No Capítulo V deste artigo, é apresentada uma abordagem detalhada dos diversos aspectos relacionados à interpretação da CVM sobre o art. 254-A, a fim de delimitar seu sentido e aplicação.

III.2 Instrução CVM n. 361/2002

Conforme mencionado anteriormente, a Instrução CVM n. 361/2002 é o normativo responsável pela regulamentação da OPA por alienação de controle e possui duas funções básicas:

(*i*) Explicitar as regras procedimentais a serem seguidas para realização da OPA. Esta função não será detalhada nesse artigo, uma vez que o escopo do mesmo é definir os limites de aplicação das normas sobre OPA por alienação de controle e não como operacionalizar a oferta.[14]

(*ii*) Manifestar o entendimento da CVM com relação a determinados pontos e preencher algumas omissões da Lei n. 6.404/1976.

Como exemplo dessa segunda função da Instrução CVM n. 361/2002, vale mencionar o § 4º do art. 29[15] que, ao detalhar a definição de "alienação de controle", esclarece que: (*a*) a alienação de controle não é necessariamente uma operação isolada no tempo, podendo ocorrer por meio de mais de uma operação, inclusive diferidas ao longo do tempo; e (*b*) também estará sujeita à OPA, a alienação do controle para mais de um terceiro, desde que tais terceiros estejam representando um mesmo interesse.

Tais dispositivos têm uma importância prática relevante, pois esclarecem que restará caracterizada uma alienação de controle sujeita à OPA, ainda que: (*a*) a alienação seja estruturada de forma escalonada (ex.: aquisição do bloco de controle de forma fracionada ao longo do tempo); e (*b*) as ações do bloco de controle sejam alienadas para mais de um terceiro, que individualmente não detenham ações suficientes para garantir o controle da

14. Para mais detalhes sobre esta função, v. Erik Frederico Oioli, *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias*, São Paulo, Quartier Latin, 2010.

15. Art. 29, § 4º da Instrução CVM n. 361/2002: "Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto

companhia, mas representem um mesmo interesse[16] (ex.: estejam sob controle comum ou sejam controlador e controlada).

Contudo, cumpre salientar que é nesse aspecto que se concentram a maior parte das críticas à Instrução CVM n. 361/2002, argumentando basicamente que a CVM, em determinados dispositivos, extrapolou sua competência regulamentar criando obrigações sem o correspondente respaldo legal, devendo, portanto, tais dispositivos serem considerados nulos.[17]

Nessa linha, vale citar a seguinte crítica de Modesto Carvalhosa ao art. 29 da Instrução CVM n. 361/2002: "Ao restringir o objeto da OPA de alienação de controle apenas às ações com voto 'pleno e permanente', exorbitou a Comissão de Valores Mobiliários de sua competência, para legislar e assim derrogar, nesse ponto fundamental, este art. 254-A. Isto porque a lei societária não distingue, restringe ou discrimina o objeto da oferta pública obrigatória de alienação de controle ao falar em 'aquisição de ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas'. O legislador de 2001 foi claro nesse particular, ao não referir-se a ações ordinárias, mas sim a ações com direito a voto, o que abrange evidentemente todas as ações ordinárias e preferenciais que ostentem total ou parcialmente esse direito (art. 111 da lei societária)".[18]

III.3 Regulamento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa

Caso a companhia aberta objeto da investigação esteja listada no Novo Mercado ou Nível II será necessário analisar também as disposições dos regulamentos de listagem desses segmentos relativas à OPA por alienação, as quais também são obrigatoriamente inseridas no estatuto social da companhia.

III.4 Estatuto Social

A Lei n. 6.404/1976, a Instrução CVM n. 361/2002 e o Regulamento do Novo Mercado são classificados, para fins desse estudo, como "*Fontes Normativas*" da OPA por alienação de controle. Além dessas Fontes Normativas, é importante salientar que a obrigação de realizar OPA por alienação de controle também pode ser prevista contratualmente. Nestes casos, o instrumento contratual normalmente utilizado é o próprio estatuto social das companhias.

Não raro, é inserida nos estatutos sociais de companhias fechadas a obrigação de realização de OPA por alienação de controle, estendendo a aplicação do art. 254-A também para o contexto de uma companhia fechada. Há casos em que o estatuto social contém dispositivos, observada sua compatibilidade com as normas legais, que criam a obrigatoriedade de OPA em situações não abrangidas inicialmente pelas Fontes Normativas, bem

de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei n. 6.404/1976".

16. Art. 3º, § 2º, da Instrução CVM n. 361/2002: "Presume-se representando o mesmo interesse do acionista controlador, do ofertante ou do intermediário, conforme o caso, quem: (a) o controle, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, seja por ele controlado ou esteja com ele submetido a controle comum; ou (b) tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou da companhia objeto, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário da companhia objeto, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle".

17. "Como ato inferior à lei, o regulamento não pode contrariá-la ou ir além do que ela permite. No que o regulamento infringir ou extravasar da lei, é irrito e nulo, por caracterizar situação de ilegalidade" (Hely Lopes Meirelles, *Direito Administrativo Brasileiro*, 36ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2010, p. 184).

18. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. 4, t. 2, 3ª ed., São Paulo, Saraiva, 2009, pp. 162 e 163. O professor Carlos Augusto da Silveira Lobo também publicou críticas nesse sentido (*Direito das Companhias*, coords. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, vol. 2, Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 2.016).

X-04_161-162.indd 78 04/04/2013 09:21:37

como estabelecem condições e procedimentos adicionais para a realização da OPA por alienação de controle.

A importância prática disso é que, por vezes, a análise de um caso concreto, à luz do art. 254-A ou do Regulamento do Novo Mercado, pode conduzir à conclusão de que tais normas não são aplicáveis ao referido caso, mas mesmo assim ser obrigatória a realização de uma OPA em função de um dispositivo estatutário.

Um exemplo prático nesse sentido e que gerou bastante repercussão foi analisado no âmbito do Processo CVM RJ/2006/6209. Nesse precedente, a Mittal Steel Company N. V. ("Mittal") adquiriu, por meio de uma oferta hostil, o controle da Arcelor S/A, sediada em Luxemburgo e controladora da companhia aberta brasileira Arcelor Brasil S/A ("Arcelor Brasil"). A CVM decidiu que, embora o art. 254-A não fosse aplicável à referida operação por tratar-se de uma aquisição originária de controle,[19] a Mittal deveria realizar uma OPA em função de previsão expressa nesse sentido contida no art. 10º do estatuto social da Arcelor Brasil.[20]

Tal posição resta bastante clara na seguinte passagem do voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro: "A única interpretação que me parece fazer sentido é a de que o art. 10 previu para a Arcelor Brasil uma OPA – inexistente na atual legislação – para o caso de uma aquisição originária de controle de sua controladora final, conferindo aos acionistas minoritários da companhia brasileira o direito de 'retirar-se' pelo mesmo preço oferecido aos acionistas de Arcelor".

III.5 Normativos expedidos por outras Agências Reguladoras

Algumas atividades econômicas (ex.: instituições financeiras, seguradoras, concessionárias de telefonia, etc.) por envolverem a prestação de serviço público ou relevante interesse público possuem leis específicas normatizando as operações de transferência de controle das companhias atuantes em tais segmentos. Adicionalmente, tais atividades são reguladas por agências reguladoras que, normalmente, expedem normativos sobre a transferência de controle das sociedades reguladas.

Tais normas (*i*) exigem formalidades para implementação da operação de alienação de controle, que variam desde um simples fornecimento de informações até mesmo um processo de aprovação prévia ou homologação; (*ii*) podem exigir determinadas formalidades não apenas em casos de alienação de controle, mas também em casos de simples transferência de controle; e (*iii*) podem, eventualmente, adotar definições de "controle" próprias, as quais podem diferir do conceito adotado pelo art. 254-A e/ou Regulamento do Novo Mercado.

Por exemplo, uma operação pode ser caracterizada como uma alienação de controle ou equivalente para fins das normas reguladoras de um determinado setor da economia, mas não se enquadrar no conceito de alienação de controle do art. 254-A. Nesse caso, a companhia deverá cumprir com as obrigações previstas na regulamentação da referida agência reguladora, mas não haverá obrigatoriedade de realização de OPA por alienação de controle.

Esta diferença entre as normas emitidas por agências reguladoras e a aplicação do art. 254-A tem importância prática relevante

19. Para mais informações v. Capítulo IV.7 deste artigo.

20. Art. 10 do Estatuto Social da Arcelor Brasil: "A oferta pública de aquisição de ações a que se refere o art. 8º será também exigida caso uma pessoa, que não uma Pessoa Relacionada, *adquira o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia*. Neste caso, a sociedade objeto da aquisição do poder de controle ficará obrigada a declarar à Bolsa de Valores de São Paulo ('Bovespa') a mudança em seu controle acionário e a sociedade adquirente deste ficará obrigada a declarar à Bovespa o valor atribuído à Companhia nessa alienação".

e já foi analisada pela CVM no âmbito do Processo CVM RJ/2009/0471, que envolvia a Companhia Energética do Ceará – COLCE, companhia aberta brasileira controlada à época pela Endesa S/A ("Endesa"), companhia aberta com sede na Espanha e com capital pulverizado. Neste caso, diante da aquisição originária do controle da Endesa, acionistas minoritários da COELCE exigiram a realização de uma OPA por alienação de controle.

Cumpre ressaltar que esta operação foi submetida à aprovação da ANEEL com base no art. 27 da Lei n. 8.987/1995 que dispõe que a transferência de concessão ou do controle societário da concessionária sem prévia anuência do poder concedente implicará a caducidade da concessão. A ANEEL aprovou a operação por meio da Resolução Autorizativa n. 1.193, de 15.1.2008.

Os acionistas minoritários alegaram que a submissão à e a aprovação pela ANEEL da operação evidenciavam que a operação em questão deveria se caracterizada como uma alienação de controle sujeita ao art. 254-A. Contudo, conforme será demonstrado a seguir, a CVM já consolidou o entendimento de que aquisições originárias de controle não caracterizam alienação de controle para fins do art. 254-A e indeferiu o pleito dos minoritários.

O tratamento diferenciado dado pela CVM e pela ANEEL tem fundamento nas diferenças entre as esferas e finalidades de atuação da CVM e das agências reguladoras, conforme exposto pelo Diretor Otávio Yasbek na seguinte passagem de seu voto no âmbito do referido Processo CVM RJ/2009/0471: "a existência de ato de agência reguladora setorial, no caso a ANEEL, anuindo com as operações acima mencionadas e referindo tais operações como de transferência de controle, de nada serve para reforçar seu pleito. Regras e autorizações emanadas no âmbito da regulamentação de um determinado setor (ainda mais quando se trata de atividade objeto de concessão) são vinculadas a finalidades regulatórias específicas. Não há como confundir tais finalidades com os fins da lei societária, misturando instrumentais distintos".

IV. Jurisprudência da CVM sobre OPA por alienação de controle

O objetivo desse capítulo é identificar a interpretação da CVM sobre o art. 254-A a partir das manifestações do seu Colegiado sobre o tema. Nesse sentido, buscou-se extrair dos diversos precedentes sobre o tema analisados pelo Colegiado da CVM a posição desta autarquia sobre o sentido e alcance do art. 254-A de forma sistematizada e objetiva.

Importante ressaltar que o Colegiado da CVM é composto por 5 Diretores, sendo 1 deles renovado a cada ano, portanto, pode haver mudanças de entendimento sobre determinadas matérias dependendo da composição do Colegiado, o que já ocorreu no passado.

IV.1 OPA como condição suspensiva ou resolutiva da alienação de controle

Conforme se extrai do art. 254-A e do art. 2º, III, da Instrução CVM n. 361/2002, a realização da OPA é uma condição de eficácia do negócio jurídico de alienação de controle, sendo facultado aos contratantes fixar se tal condição é suspensiva ou resolutiva.

Se a OPA for fixada como uma condição suspensiva da alienação de controle, os efeitos do contrato de alienação ficam suspensos até que seja realizada a OPA, ou seja, só há efetivamente transferência de controle após a realização da oferta. Por outro lado, caso a OPA seja definida como uma condição resolutiva, os efeitos do contrato de alienação de controle ocorrem desde logo, porém, caso a OPA não seja realizada dentro do prazo legal, todos os efeitos produzidos devem ser desfeitos e restabelecido o *status* anterior à celebração do contrato de alienação.

X-04_161-162.indd 80 04/04/2013 09:21:37

Caso não haja previsão contratual, surge a dúvida se a OPA deve ser interpretada como uma condição suspensiva ou resolutiva. No Processo CVM RJ/2004/4563, embora tal questão não tenha sido objeto da parte dispositiva da decisão do Colegiado, o Diretor Presidente Marcelo Trindade e o Diretor Luiz Antonio Sampaio Correia manifestaram seu entendimento no sentido de que a OPA por alienação de controle, quando não referida no contrato de alienação de controle, constitui--se em condição suspensiva da eficácia da alienação.

Vale ressaltar que no âmbito do processo acima referido foi debatido ainda se os antigos administradores, substituídos após a celebração do contrato de alienação de controle, deveriam ser reintegrados e considerados responsáveis pelo cumprimento das obrigações legais da companhia, uma vez que, em virtude da não realização da OPA, a alienação de controle tornou-se ineficaz. O Colegiado da CVM, por maioria, entendeu que os antigos administradores não devem ser reintegrados nem permanecer responsáveis pelas obrigações da companhia, uma vez que o seu retorno depende de deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração, conforme o caso, bem como da própria vontade do administrador em (re)assumir o cargo.

IV.2 Impossibilidade de aplicação automática do conceito de acionista controlador aos casos de alienação de controle

Os conceitos de "Poder de Controle" (ou simplesmente "Controle"), "Acionista Controlador" e "Alienação de Controle" guardam entre si inegável correlação. Não por outro motivo o termo controle e suas derivações estão presentes nos três conceitos. É justamente essa correlação quase que automática que conduz, não raro, a interpretações e conclusões equivocadas.

Uma das confusões mais comuns gerada pela nomenclatura desses conceitos consiste em associar necessariamente a alienação de controle à existência prévia de um acionista controlador. Em uma leitura mais açodada, tal associação parece ser aparentemente óbvia, ou seja, só o acionista controlador pode ser capaz de alienar o controle de uma companhia.

Contribui ainda para esta correlação automática entre os conceitos o fato de o art. 254-A, ao definir o conceito de "Alienação de Controle", não estabelecer o que é controle para fins desse dispositivo.

Contudo, conforme já pacificado pela CVM no Processo CVM RJ/2005/4069, esta associação automática entre os conceitos de "Acionista Controlador" e "Alienação de Controle" não é compatível com o sistema da Lei n. 6.404/1976.

A Lei n. 6.404/1976 define o conceito de "acionista controlador" no art. 116 com a seguinte redação:

"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."

Da análise do referido dispositivo, verifica-se que a lei (*i*) primeiro define na alínea "a" o conceito de "Poder de Controle", como sendo o poder de prevalecer, de modo permanente, nas assembleias gerais e eleger a maioria dos administradores da companhia; e (*ii*) posteriormente, acrescenta na alínea "b" mais um requisito para que o detentor do poder de controle seja considerado acionista controlador, qual seja, o exercício efetivo desse poder.

O exercício do poder de controle é, portanto, um requisito essencial para identifi-

cação do acionista controlador e está alinhado com a finalidade da lei em aferir determinadas responsabilidades especiais ao acionista controlador em função de sua posição relevante no contexto corporativo. Não por acaso a Lei n. 6.404/1976, imediatamente após definir o conceito de acionista controlador no art. 116, passa a tratar no artigo seguinte (art. 117) sobre os deveres e responsabilidades do acionista controlador. Cumpre ressaltar que exigir o efetivo exercício do poder de controle está em linha com o conceito jurídico de responsabilidade civil, que tem como um de seus pilares a existência de uma conduta (ilícita) para fazer surgir o dever de indenizar.

Em resumo, para que se possa caracterizar um acionista como controlador não basta a titularidade do poder de controle (art. 116, "a"), é necessário também exercê-lo (art. 116, "b").

Nessa perspectiva, caso determinado acionista seja titular de mais da metade do capital votante da companhia, mas não exerça seu direito a voto e não eleja a maioria dos administradores, tal acionista não poderá ser considerado acionista controlador, embora detenha ações que potencialmente lhe permitiriam controlar a companhia. Consequentemente, não estará sujeito aos deveres e responsabilidades descritos no art. 117 da Lei n. 6.404/1976.

No entanto, chega a ser até mesmo intuitivo que, no exemplo acima, caso tal acionista aliene suas ações para um terceiro, restaria caracterizada um alienação de controle, uma vez que este terceiro passaria a deter direitos de sócio que lhe permitiriam, de imediato e por sua exclusiva vontade, passar a exercer o controle sobre a companhia. Essa foi a posição adotada pela CVM no Processo CVM RJ/2005/4069, conforme a seguinte passagem do voto do Diretor Pedro Marcílio:

"*Se o alienante é titular de mais da metade das ações com direito a voto da companhia aberta, mas não exerce seu direito de voto, ele não é considerado, para fins do art. 116, como acionista controlador*. Nada obstante, caso ele aliene essas ações e o terceiro adquirente tenha interesse em exercer o controle da companhia, esse adquirente estará apto a exercê-lo e deveria estar disposto a pagar o mesmo prêmio de controle que pagaria a um acionista controlador propriamente dito, dado que o bloco de ações de um (acionista controlador) ou de outro (acionistas com ações suficientes para ser considerado acionista controlador, mas que não exerce o controle) concederá ao adquirente os mesmos direitos. *O fato de o alienante não ser considerado acionista controlador, para fins do art. 116, 'b', justificaria a não realização de oferta pública nesse caso? Creio que não*".[21]

Diante dessa situação, fica evidente a impossibilidade de se utilizar o conceito de acionista controlador para analisar todos os casos de alienação de controle.[22] Tal impossibilidade decorre basicamente de dois argumentos.

O primeiro argumento é que a finalidade do art. 254-A difere completamente da finalidade dos arts. 116 e 117 da Lei n. 6.404/1976. O art. 254-A visa conferir aos acionistas minoritários uma compensação pela quebra da estabilidade do quadro acionário, enquanto os arts. 116 e 117, conforme descrito acima, visam a identificar o acionista controlador e impor ao mesmo deveres e responsabilidades. Nessa linha, vale transcrever a seguinte passagem do voto do Diretor Pedro Marcílio no âmbito do Processo CVM RJ/2005/4069:

"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*

21. Voto do Diretor Pedro Marcílio no Processo CVM RJ/2005/4069.

22. Nesse sentido, v. Nelson Eizirik, "Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública", em *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin, 2010, pp. 5 e 6.

X-04_161-162.indd 82 04/04/2013 09:21:37

responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea 'a') e o agir (alínea 'b'), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém. *Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. Ele pretende conferir a possibilidade de uma 'compensação' à quebra da estabilidade do quadro acionário*, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada. O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a '[*a*] alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta'".[23]

O segundo argumento é que o art. 254-A não faz qualquer referência ao conceito de "Acionista Controlador". Na visão da CVM, a melhor interpretação para preencher essa omissão deve ser a de que, para fins do art. 254-A, não se exige que o acionista alienante exerça o poder de controle (art. 116, "b" da Lei 6.404/1976), bastando tão somente que (*i*) o acionista alienante detenha propriedade de direitos de sócios que permitam esse exercício (art. 116, "a", da Lei 6.404/1976) e (*ii*) o terceiro adquirente passe a deter, após a operação, direitos de sócios que o permitam exercer o controle da companhia.

No Processo CVM RJ/2005/4069, o Diretor Pedro Marcílio explica de forma clara esse argumento ao afirmar que "o § 1º do art. 254-A procurou definir o que se entende por 'alienação de controle' para aplicação do disposto no *caput*. *Nessa definição, não se utilizou de qualquer expressão que indique que, para fins do art. 254-A, o controle está relacionado com o seu exercício. O § 1º apenas vinculou a alienação de controle à transferência de valores mobiliários, indicando que está preocupado apenas com o requisito do art. 116, 'a'*. (...) Não há, portanto, referência à necessidade do exercício efetivo do poder, exigindo, tão somente, a propriedade dos valores mobiliários que permitiriam esse exercício. *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".

IV.3 Aplicabilidade do art. 254-A exclusivamente às operações de alienação de controle majoritário

A aplicação do art. 254-A às operações de alienação de "Controle Majoritário" ou "Controle de Direito", ou seja, o controle exercido por acionista detentor da maioria do capital social votante, não gera qualquer tipo de questionamento.

A polêmica surge nas hipóteses em que se verifica o fenômeno conhecido como "Controle Minoritário", "Controle Diluído", "Controle de Fato" ou "Controle Difuso", ou seja, o controle exercido por acionista detentor de menos de 50% do capital social votante que não seja signatário de acordo de acionistas ou possua outros direitos de sócio que lhe proporcionem o controle majoritário da companhia.

23. Na mesma linha, manifestou-se o Diretor Marcos Pinto no Processo CVM RJ/2008/4156: "O colegiado também já deixou claro que o art. 116 da Lei n. 6.404/1976 não é um bom parâmetro para determinar se uma operação deve dar ensejo a uma oferta pública, por duas razões. Primeiro, porque o art. 116 define o que é 'acionista controlador' e não o que é 'controle'. Segundo, porque o art. 116 visa a identificar o acionista controlador para uma finalidade diversa, qual seja, responsabilizá-lo por abuso de poder".

E ganha ainda mais relevância na medida em que se torna cada vez mais comum a existência de companhias abertas em que o principal acionista ou bloco de acionistas detém uma participação inferior a 50% do capital votante. Atualmente, existem diversas companhias abertas nessa situação, como, por exemplo, Embraer, Eternit, Gafisa, Cyrella, Rossi, Cetip, Itaúsa, CCR, Totvs e outras.

A discussão decorre, em sua essência, do fato de o art. 116, "a", da Lei n. 6.404/1976, não exigir expressamente a titularidade de ações ou direitos de sócios sobre a maioria do capital votante; mas somente falar 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".

A principal diferença entre aqueles que defendem que a alienação de Controle Minoritário poderia ensejar OPA por alienação de controle e os que defendem o oposto reside justamente na interpretação da expressão "de modo permanente" utilizada na alínea "a" do art. 116.

Para uma parte da doutrina somente a titularidade da maioria do capital votante é capaz de assegurar o controle de modo permanente. O Controle Minoritário, por sua própria natureza, depende de circunstâncias fáticas relacionadas à estrutura acionária (capital disperso ou pulverizado) e ao absenteísmo dos acionistas, logo aquele que exerce o controle com menos de 50% do capital votante pode a qualquer momento deixar de exercê-lo em virtude de uma nova conjuntura fática, o que não atenderia o requisito de permanência previsto na alínea "a" do art. 116. Nessa direção vale ressaltar a seguinte lição do professor Eizirik:[24]

"Para se considerar que um acionista ou grupo de acionistas é efetivamente titular do poder de controle para os efeitos do art. 254-A é indispensável que detenha ações representativas de mais de 50% do capital votante e, dessa forma, não possa perdê-lo, contra a sua vontade, em virtude da eventual ação de outros acionistas de reunirem quantidade maior de ações com direito a voto. Vale dizer, 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".

Outro argumento sustentado pela corrente que defende a aplicação do art. 254-A exclusivamente às hipóteses de alienação de Controle Majoritário é que este critério assegura maior segurança jurídica ao mercado, pois é um critério objetivo e previsível.[25]

Em sentido contrário, há uma corrente que sustenta que (*i*) os arts. 116 e 254-A da Lei n. 6.404/1976 não vincularam expressamente os conceitos de "controle" e "alienação de controle" à titularidade e alienação, respectivamente, de direitos sobre a maioria do capital votante, o que torna tais dispositivos compatíveis com a hipótese de controle minoritário; e (*ii*) a expressão de "de modo permanente" adotada na alínea "a" do art. 116 da Lei n. 6.404/1976 não exclui as situações

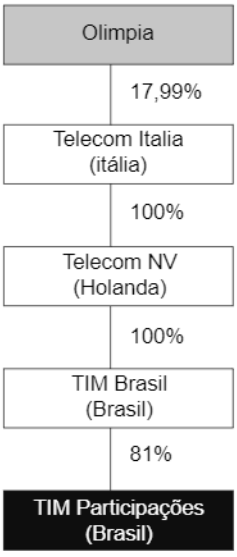
24. Nelson Eizirik, "Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública", em *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, cit., p. 186. Na mesma linha, o professor Eduardo Secchi Munhoz defende que "a Lei societária brasileira, ao regular as transferências de controle, é fortemente influenciada pelo paradigma da companhia com controle concentrado. Não por outra razão, o fato gerador da obrigação de lançar a oferta pública de aquisição, previsto no art. 254-A da Lei 6.404/1976, é a alienação do poder de controle. Ora, somente se cogita de alienação do controle na hipótese de existir um controlador anterior (o alienante), situação típica de controle concentrado, inexistente no sistema de capital disperso" (Eduardo Secchi Munhoz, "Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e de capital disperso: eficiências e ineficiências", em *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, Malheiros Editores, 2011, p. 310).

25. Nesse sentido v. Nelson Eizirik, "Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública", em *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, cit., p. 189.

nas quais, diante de uma conjuntura fática estável e duradoura, um acionista detentor de uma participação inferior a maioria do capital social, prevalece reiteradamente nas assembleias de acionistas e elege a maioria dos administradores.[26]

A primeira e única vez em que a CVM analisou especificamente a possibilidade de aplicação do art. 254-A na hipótese de alienação de Controle Difuso ocorreu no âmbito do Processo CVM RJ/2009/1956.

A discussão objeto desse processo teve origem a partir de uma série de operações que resultaram na aquisição pela Telco S.p.A. ("Telco"), sociedade italiana, de 100% do capital da Olimpia S.p.A. ("Olimpia"), sociedade italiana detentora de 17,99% do capital votante da Telecom Italia S.p.A. ("Telecom Italia"), uma companhia aberta italiana que, por sua vez, detinha o controle indireto da companhia aberta brasileira TIM Participações S/A ("TIM Participações"). Para auxiliar o entendimento do caso, segue abaixo a estrutura societária da TIM Participações antes dessa operações:



Diante das referidas operações, alguns acionistas minoritários da TIM Participações alegaram que: (*i*) a Olimpia exercia o controle de fato da Telecom Italia, por meio de participação acionária correspondente a 17,99% do capital votante, na medida em que vinha elegendo a maioria dos seus administradores e detendo a maioria dos votos presentes nas assembleias gerais da Telecom Italia; e (*ii*) a venda da Olimpia para a Telco teria resultado na transferência indireta do controle da TIM Participações, o que exigiria a realização de OPA por alienação de controle, nos termos do art. 254-A.

Em todas as oportunidades anteriores em que a CVM se pronunciou sobre a interpretação do art. 254-A da Lei n. 6.404/1976, embora este nunca tenha sido o ponto central das discussões, os membros do Colegiado sempre mantiveram a posição de que esse artigo só se aplicaria no caso de alienação de Controle Majoritário, conforme se extrai das seguintes passagens do voto do Diretor Pedro Marcílio proferido no Processo CVM RJ/2005/4069:

"O que é importante, para fins do art. 254-A é que os valores mobiliários transferidos façam com que o alienante passe a ter menos do que 50% das ações com direito a voto e o adquirente, no mínimo, 50% mais uma ação com direito a voto.

"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)."

26. Em defesa da obrigatoriedade de OPA em caso de alienação de controle diluído v. Erik Frederico Oioli, "Obrigatoriedade do *tag along* na aquisição de controle diluído", em *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, Malheiros Editores, 2011, p. 316.

E também do voto do ex-Diretor Marcelo Trindade proferido no Processo CVM RJ/2007/7230: *"a lei também poderia determinar que a aquisição de percentual menor que 50% das ações determinasse a realização de OPA, independentemente de quem as alienasse, ou estabelecer um sistema em que o alcance de um certo percentual de ações determinasse a realização de OPA. Talvez estes sejam sistemas melhores, mas esses não são os sistemas da lei brasileira"*.

No Processo CVM RJ/2009/1956, o Colegiado da CVM, após intensos debates, decidiu por maioria (três x dois), que a Telco não estava obrigada a realizar uma OPA para adquirir as ações da TIM Participações em decorrência da aquisição da Olimpia. Contudo, tal decisão acabou não esclarecendo a posição da CVM a respeito da aplicação do art. 254-A aos casos de alienação de Controle Difuso.

Isto porque, pela primeira vez, dois membros do Colegiado, embora vencidos no caso concreto, assumiram expressamente a posição de que o art. 254-A se aplica aos casos de alienação de Controle Difuso, compatibilizando a expressão "de modo permanente" contida no art. 116, "a", da Lei n. 6.404/1976 com o conceito de Controle Difuso.

Um desses membros foi o Diretor Eliseu Martins para quem "a lei, se quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente ou mesmo se referido à 'maioria absoluta' do capital votante da companhia, e não à 'maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral'. E ainda acrescenta que 'a expressão *de modo permanente*' parece indicar a necessidade de continuidade ou ininterrupção para a caracterização do controle, mas a lei não determina um prazo mínimo de permanência. (...) É claro que essa preponderância, no extremo, apenas é garantida nos casos de controle majoritário, pois nesses casos há impossibilidade fática de o controlador encontrar resistência à sua vontade nas assembleias. Mas essa visão extrema não me parece a melhor interpretação do art. 116 e visivelmente esse também não é o entendimento do Prof. Comparato, já que ele admite que o art. 116 engloba o controle minoritário".

Em seu voto, o Diretor Eliseu Martins aproveitou para destacar que "nos 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 fazer valer sua vontade nas assembleias gerais. Nesse sentido, dadas as circunstâncias do caso concreto e analisando-se o histórico das assembleias da companhia, há forte probabilidade de que o acionista faça valer sua vontade".

Para aumentar a polêmica, apesar do resultado final da decisão ter sido a inexigibilidade de OPA por alienação de controle em função da transferência de uma participação minoritária relevante (mas que não caracterizaria controle), a análise pormenorizada dos três votos vencedores evidencia que os fundamentos utilizados, embora tenham conduzido à inexigibilidade de OPA, foram distintos, a saber:

(*i*) A Diretora Maria Helena Santana, partindo da premissa de que a lei aplicável para definir o conceito de controle nesse caso seria a lei italiana, entendeu que, nos termos dessa lei, a Olimpia não detinha o controle da Telecom Italia. A Diretora, portanto, não analisou se o art. 254-A seria ou não aplicável a uma situação de alienação de Controle Difuso.

(*ii*) Para o Diretor Eli Loria, apenas a alienação do Controle Majoritário ensejaria a aplicação do art. 254-A. Como a Olimpia não detinha participação suficiente para lhe garantir o Controle Majoritário, a OPA não seria exigível.

(*iii*) O Diretor Otávio Yazbek, apesar de não ter descartado a possibilidade de aplicação do art. 254-A em caso de alienação de Controle Difuso, entendeu que não restou comprovado que a Olimpia exercia esse tipo de controle sobre a Telecom Italia.

X-04_161-162.indd 86 04/04/2013 09:21:38

Em virtude da ausência de consenso sobre a matéria demonstrada pelos Diretores da CVM no julgamento do Processo CVM RJ/2009/1956, não pode ser descartada a possibilidade de o Colegiado, ao apreciar uma nova operação de alienação de Controle Difuso, vir a reconhecer a aplicação do art. 254-A. Caso a CVM venha a reconhecer tal possibilidade no futuro, será fundamental que ela esclareça detalhadamente os aspectos fáticos que deverão conduzir a mesma a identificar, no caso concreto, a existência ou não do Controle Difuso, fornecendo ao mercado parâmetros claros de avaliação.

Nesse sentido, vale destacar alguns fatos que levaram os Diretores Eliseu Martins e Marcos Pinto a concluírem, no âmbito do Processo CVM RJ/2009/1956, que a Olimpia detinha o Controle de Fato indireto da TIM Participações, a saber: (*i*) a Olimpia era a principal acionista da Telecom Italia com 17,99% do capital votante; e (*ii*) a Olimpia[27] representou pelo menos 50% dos acionistas presentes às assembleias da Telecom Italia desde pelo menos 2004 até 2009, com exceção da AGO de 2004 em que representou 49,94% dos acionistas presentes, e elegeram a grande maioria dos conselheiros da Telecom Italia, inclusive na AGO de 2004.

Para o Diretor Otávio Yazbek, os fatos acima não foram suficientes para caracterizar a existência de um Controle de Fato. Adicionalmente, no âmbito do Processo CVM RJ/2009/0471, o Diretor Otávio Yazbek manifestou que, por mais que sejam possíveis acordos tácitos de acionistas, atos coordenados que realmente representem um poder de controle e que podem ser assim reconhecidos para efeitos de formação de um bloco de controle, não se pode confundir maiorias eventuais e necessárias em assembleias com a formação de um bloco de controle, o que reforça ainda mais a necessidade de a CVM, caso reconheça aplicação do art. 254-A às hipóteses de alienação de Controle Difuso, fornecer ao mercado parâmetros claros para identificação do Controle Difuso.

Vale ressaltar, que a análise da CVM, no Processo CVM RJ/2009/1956, restringiu-se ao art. 254-A, visto que as companhias em questão não estavam listadas em segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, que possuem regras específicas sobre o tema, nem continham disposições estatutárias regulando a matéria.

Sobre esse tema, cumpre ressaltar que, em 2010, foi debatida entre a BM&FBovespa e as companhias abertas listadas no Novo Mercado uma proposta de inclusão no Regulamento do Novo Mercado de dispositivo estabelecendo que qualquer pessoa ao atingir um percentual fixo do capital social de uma companhia (30%) estaria sujeita à realização de uma OPA, a chamada "OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante". Tal proposta tinha como finalidade criar um critério objetivo para que a negociação de participações relevantes – mas que não assegurem o Controle Majoritário – estivesse sujeita à OPA, tal como ocorre em diversos países europeus. Contudo tal proposta acabou sendo rejeitada.

Ainda no campo da autorregulação, vale destacar que o projeto atualmente desenvolvido pela BM&FBovespa de implementação de um Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) inspirado no *Take Over Pannel* inglês tem como uma das principais metas regulamentar todas as modalidades de oferta pública de aquisição de ações. Segundo o professor Eizirik, coordenador do projeto, dentre os princípios fundamentais do Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões, destaca-se a obrigatoriedade de OPA quando o acionista atingir 30% do capital votante da empresa alvo.[28] Dessa forma, é possível que

27. A referência à Olimpia deve englobar também a Telco, após esta ter incorporado a Olimpia.

28. *www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/O-Takeover-Panel-e-o-modelo-ideal-para-disciplinar-transferencias-de-controle-acionario-no-Brasil.asp*, acesso 13.6.2012.

com a implementação do CAF surjam novas regras pertinentes ao estudo da alienação de controle. Importante frisar que as normas do Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões apenas serão aplicáveis às companhias que tiverem voluntariamente aderido ao mesmo.

IV.4 Extensão do conceito de Alienação Indireta de Controle

No âmbito do Processo CVM RJ/2005/4069, a CVM esclareceu que o significado do conceito de "Alienação Indireta de Controle" é mais extenso do que a interpretação tradicional da expressão no sentido de que há alienação de controle ainda que se interponha uma sociedade *holding* para a realização da alienação do controle da companhia aberta.

Para a CVM, ainda que não haja transferência de valores mobiliários, também será caracterizada uma "Alienação Indireta de Controle" a transferência do poder político e econômico do valor mobiliário por meio de instrumentos contratuais que impliquem em alienação do controle, conforme extrai-se da seguinte passagem do voto do Diretor Pedro Marcílio no Processo CVM RJ/2005/4069:

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

Nessa linha, caso um acionista detentor da maioria das ações do capital social votante de uma companhia aberta, ao invés de alienar para um terceiro suas ações, apenas aliene os direitos políticos e econômicos inerentes a tais ações, não escapará da incidência do art. 254-A.

IV.5 Lei aplicável para definição do conceito de "Controle" e "Alienação de Controle" em caso de alienação indireta de controle ocorrida no exterior

Em decorrência das privatizações ocorridas na década de 1990, bem como da abertura da economia e crescimento do mercado de capitais brasileiros, tornou-se cada vez mais comum que companhias brasileiras sejam controladas direta ou indiretamente por sociedades estrangeiras.

Conforme mencionado anteriormente, o art. 254-A não deixa dúvidas de que a alienação de controle de uma companhia aberta brasileira pode ocorrer indiretamente, o que inclui as hipóteses nas quais a alienação ocorra por intermédio de uma sociedade sediada no exterior. Nestas hipóteses, o controle direto da companhia brasileira permanece formalmente inalterado, pois seu acionista direto continua sendo o mesmo, mas o controle indireto ou final é alienado para um terceiro, o que gera a obrigação de realizar OPA para aquisição das ações da companhia brasileira.

Também não há dúvidas de que a referida OPA, caso seja obrigatória, deverá ser cumprida e regulada de acordo com a lei brasileira, ainda que a alienação de controle da companhia brasileira tenha ocorrido indiretamente por meio da alienação de ações da

X-04_161-162.indd 88 04/04/2013 09:21:38

controladora estrangeira, uma vez que se trata de obrigação decorrente da lei brasileira.[29]

Contudo, nesses casos em que a sociedade controladora está sediada no exterior, discute-se qual seria a lei aplicável para determinar se houve ou não alienação de controle da sociedade estrangeira. Deveria ser aplicável (*i*) a lei brasileira, que é a lei do local onde será cumprida a obrigação e sede da companhia brasileira; ou (*ii*) a lei estrangeira, que é a lei do local onde está sediada a sociedade controladora?

Trata-se, portanto, de uma questão de direito internacional privado, na medida em que consiste em identificar as normas que devem ser aplicadas a situações conectadas a mais de um sistema jurídico. Consequentemente, é uma questão prévia que deve ser resolvida para que se possa determinar se houve ou não alienação de controle e a necessidade de realização de OPA.[30]

Em duas oportunidades, a CVM manifestou-se sobre o tema. Em ambas as oportunidades, os debates giraram em torno da aplicação do art. 11 da Lei de Introdução ao Código Civil (LICC) cuja redação permaneceu em vigor na atual Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB).

29. Nesse sentido ver voto do Diretor Presidente Marcelo Trindade no âmbito do Processo CVM 2006/6209, em que não se tratava exatamente de OPA decorrente do art. 254-A, mas sim decorrente de previsão estatutária: "(...) não há dúvida de que a OPA, como obrigação, será cumprida e regulada pela lei brasileira, na forma do art. 9º da Lei de Introdução ao Código Civil [*atual Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro*] — até porque, como dito, trata-se de uma variação estatutária da OPA do art. 254-A da Lei 6.404/1976".

30. Nesse sentido, cumpre destacar a seguinte passagem do voto do Diretor Presidente Marcelo Trindade no Processo CVM RJ/2006/6209: "Existe, entretanto, uma questão prévia, preliminar, da qual se depende para saber se a obrigação de realizar a OPA irá incidir. E essa questão prévia é que está conectada a mais de um sistema jurídico. Tal questão é a de saber se ocorreu, ou não, a aquisição de controle de uma sociedade estrangeira, qual seja, a Arcelor, controladora final da Arcelor Brasil, e constituída em Luxemburgo".

"Art. 11. As organizações destinadas a fins de interesse coletivo, como as sociedades e as fundações, *obedecem à lei do Estado em que se constituírem*.

"§ 1º. Não poderão, entretanto, ter no Brasil filiais, agências ou estabelecimentos antes de serem os atos constitutivos aprovados pelo Governo brasileiro, ficando sujeitas à lei brasileira.

"§ 2º. Os Governos estrangeiros, bem como as organizações de qualquer natureza, que eles tenham constituído, dirijam ou hajam investido de funções públicas, não poderão adquirir no Brasil bens imóveis ou susceptíveis de desapropriação.

"§ 3º. Os Governos estrangeiros podem adquirir a propriedade dos prédios necessários à sede dos representantes diplomáticos ou dos agentes consulares."

A primeira ocorreu no âmbito do Processo CVM RJ/2006/6209 (já analisado no Capítulo III.4), em que ações da Arcelor S/A, sociedade sediada em Luxemburgo e controladora da Arcelor Brasil (companhia aberta brasileira), foram adquiridas por meio de uma oferta hostil pela Mittal. Neste caso, discutiu-se qual deveria ser a lei aplicável para definir se tal aquisição de ações resultaria ou não na aquisição de controle da Arcelor S/A e, consequentemente, na aquisição de controle da Arcelor Brasil.

É importante frisar que o debate em torno da caracterização da aquisição de controle da Arcelor S/A, neste caso, não tinha por objetivo verificar a incidência do art. 254-A, visto que eventual aquisição de controle por meio de oferta hostil caracterizaria uma aquisição originária de controle e o art. 254-A não se aplica à hipótese de aquisição originária de controle, conforme analisado no capítulo IV.7 abaixo. O objetivo dessa análise era verificar a necessidade de realização de OPA prevista no art. 10 do Estatuto Social da Arcelor Brasil em caso de aquisição indireta do controle da Arcelor Brasil por meio da aquisição de ações

de emissão do seu controlador final (ou seja, da Arcelor S/A).

"Art. 10. A oferta pública de aquisição de ações a que se refere o art. 8º será também exigida caso uma pessoa, que não uma Pessoa Relacionada, *adquira o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia*. Neste caso, a sociedade objeto da aquisição do poder de controle ficará obrigada a declarar à Bolsa de Valores de São Paulo ('Bovespa') a mudança em seu controle acionário e a sociedade adquirente deste ficará obrigada a declarar à Bovespa o valor atribuído à Companhia nessa alienação."

A CVM entendeu, por unanimidade neste caso, que a lei aplicável deveria ser a lei de Luxemburgo, já que a Arcelor S/A está constituída em Luxemburgo e o art. 11 da LINDB determina que as sociedades devem obedecer "à lei do estado em que se constituírem", o que ficou claro no voto do Diretor Wladimir Castelo Branco transcrito abaixo:

"A aquisição de ações que deem, de acordo com a Lei de Luxemburgo, o poder de controle da Arcelor S/A, dará também, pela lei brasileira, o controle da Arcelor Brasil, pois terá transmitido, indiretamente, o direito ao voto com os 66% de participação pertencentes à Arcelor. Assim, a aquisição do poder de controle deve ter o sentido que lhe for determinado pela legislação que rege o funcionamento da Arcelor S/A, salvo se disso resultar ofensa à soberania nacional, à ordem pública e aos bons costumes (cf. art. 11 da LICC [*hoje LINDB*])".

E também no seguinte trecho do voto do Diretor Marcelo Trindade: "Para saber se uma aquisição de ações de emissão de Arcelor S/A é ou não capaz, ou suficiente, para atingir esse efeito de aquisição do seu controle, é preciso recorrer à lei que rege essa companhia, isto é, a lei de Luxemburgo, segundo o art. 11 da LICC [*hoje LINDB*]".

A segunda vez em que a CVM analisou essa discussão foi no âmbito do Processo CVM RJ/2009/1956, já analisado no capítulo IV.3 acima, em que foi debatido se (*i*) a Olimpia, sociedade italiana detinha o controle indireto da TIM Participações e (*ii*) a alienação do controle da Olimpia resultaria em alienação indireta do controle da TIM Participações sujeita à OPA pelo art. 254-A. Neste caso, o objetivo do referido debate era efetivamente determinar a incidência ou não do art. 254-A.

No julgamento desse processo, a CVM, analisando o mesmo art. 11 da LINDB, entendeu por maioria que a lei aplicável para definir os pontos mencionados no parágrafo acima deveria ser a lei brasileira. Nesse caso, a CVM entendeu que o ponto central da análise deve ser determinar o controle indireto de uma companhia brasileira, o que somente pode ser feito de acordo com a legislação brasileira. Isto fica claro na seguinte passagem do voto proferido pelo Diretor Eliseu Martins no âmbito do mencionado processo:

"O foco da discussão, neste caso, é a verificação de suposta alienação do controle indireto da TIM Participações, companhia aberta com sede no Brasil, a qual, se ocorresse, estaria, por determinação expressa da legislação brasileira, condicionada à realização de OPA. A meu ver, tais disposições devem ser interpretadas de acordo com as regras e princípios previstos na legislação brasileira. *Como a TIM Participações é companhia com sede no Brasil, entendo que a correta aplicação do art. 11 da LICC* [*hoje LINDB*] ao *caso implica que a determinação do seu controle indireto deve tomar como base o conceito de controle indireto previsto na legislação brasileira*. Esse também é, s.m.j., o único entendimento que permite que o art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 cumpra efetivamente a finalidade a que se propõe".

Adicionalmente, o Diretor Eliseu Martins esclareceu em seu voto que se a lei aplicável fosse a do país da sede da sociedade onde ocorreu a operação de alienação haveria muita insegurança jurídica, pois (*i*) seria necessário não apenas identificar a legislação

aplicável a cada caso concreto, mas também o conhecimento dessa legislação e de sua correta aplicação, o que seria um ônus injustificável para a companhia brasileira e seus minoritários; e (*ii*) haveria soluções distintas para casos em essência semelhantes, dependendo do conceito de controle adotado pelos respectivos países.[31]

Cumpre ressaltar que o Diretor Eliseu Martins sustentou expressamente em seu voto que as decisões da CVM nos processos acima analisados não seriam conflitantes, pois no Processo CVM RJ/2006/6209 o fato gerador da OPA foi a existência, no estatuto da Arcelor Brasil, da obrigação de realização de OPA por aquisição originária de controle, e não por força do art. 254-A. Para alguns críticos, entretanto, o simples fato da obrigação estar prevista no estatuto social ou ser decorrente do art. 254-A não deveria ser suficiente para alterar o entendimento da CVM sobre a matéria.

IV.6 Inaplicabilidade do art. 254-A às hipóteses de alteração de acionista membro do bloco de controle e consolidação de controle compartilhado

Algumas controvérsias envolvendo a aplicação do art. 254-A surgem nas situações em que o controle da companhia é compartilhado por um grupo de acionistas vinculado por acordo de votos. Algumas dessas questões foram enfrentadas pela CVM no julgamento dos Processos CVM RJ/2001/10329[32] e RJ/2007/7230.

No Processo CVM RJ/2001/10329, a CVM analisou uma operação envolvendo a Aracruz Celulose S/A ("Aracruz"), à época controlada por um grupo de acionistas composto pela BNDESPAR (12,5%) e pelos grupos Lorentz (28%), Safra (28%) e Mondi (28%), todos vinculados por acordo de acionistas. Na ocasião, o Grupo Mondi havia alienado a totalidade de sua participação à Votorantim Celulose e Papel S/A ("VCP"), que aderiu ao referido acordo de acionistas e passou a integrar o bloco de controle da Aracruz.

Nesse caso, a CVM entendeu que não houve alienação de controle, uma vez que o Grupo Mondi não detinha e a VCP não adquiriu o poder de isoladamente controlar a Aracruz, ou seja, exercer a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e eleger a maioria dos administradores da companhia. Em outras palavras, o Grupo Mondi não detinha individualmente o controle da Aracruz, logo não poderia aliená-lo. O voto proferido pelo Diretor Presidente Marcelo Trindade é bastante claro nesse sentido:

"No caso destes autos houve simplesmente a transferência de uma participação que compõe o bloco de controle, mas certamente o Grupo Mondi não alienou nem a VCP adquiriu o controle da sociedade, pois nem o Grupo Mondi detinha isoladamente, nem a VCP adquiriu o poder de, isoladamente, exercer 'a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia'".

31. Voto do Diretor Eliseu Martins no Processo CVM RJ/2009/1956: "Em uma hipótese extrema, a OPA não seria obrigatória, por exemplo, no caso de a operação ocorrer num país que desconhecesse o conceito de controle, mesmo em hipótese que, sob a legislação brasileira, indiscutivelmente estivesse envolvida a alienação do controle. E como ficaria a situação em que, no país onde se dá a operação de compra e venda de um determinado lote de ações, a decisão pela OPA se dá independentemente da efetiva alienação de controle? Nesse caso ter-se-ia que adotar aqui essa mesma decisão de exigir a OPA porque essa é a característica no país onde se deu a operação? E se a legislação de um país determinar que há controle presumido quando o acionista for titular de uma porcentagem do capital votante especificada (por exemplo, 30%)? Devemos impor a OPA no caso de alienação dessa participação mesmo se ficar demonstrado que tal acionista não tem usualmente a maioria dos votos nas assembleias e não elege a maior parte dos administradores?".

32. Embora este caso tenha sido decidido em 2002 antes da entrada em vigor do art. 254-A, os fundamentos da decisão permanecem válidos e aplicáveis, conforme se extrai do Processo CVM RJ/2007/7230, que ratifica a decisão e fundamentos do Processo CVM RJ/2001/10329.

Na mesma linha, posicionou-se a CVM ao julgar o Processo CVM RJ/2007/7230.[33] Neste precedente, Braskem S/A ("Braskem") e Ipiranga Petroquímica S/A ("IPQ") detinham participações idênticas de 29,46% do capital social votante da Companhia Petroquímica do Sul ("Copesul") e, por meio de um acordo de acionistas, compartilhavam o controle da Copesul. Com a celebração de um contrato de compra e venda de ações, a Braskem passou a deter indiretamente 60% do capital votante da IPQ e, consequentemente, consolidou o seu controle sobre a Copesul. A CVM novamente decidiu pela não obrigatoriedade de OPA por alienação de controle, por entender que a IPQ, apesar de integrar o bloco controlador da Copesul, não detinha ações que lhe conferissem individualmente o controle da Copesul, logo não poderia dispor de algo que não possui, como bem destacaram os Diretores Eli Loria[34] e Marcelo Trindade[35] em seus votos.

Com base nesses precedentes, a CVM fixou a orientação de que o art. 254-A não é aplicável, em regra, às hipóteses de (*i*) mera alteração dos membros integrantes do bloco de controle e (*ii*) consolidação de controle compartilhado. Mais recentemente, este entendimento voltou a ser ratificado no âmbito do Processo CVM RJ/2011/13706.

Contudo, conforme ressalvado pelo Diretor Marcelo Trindade em seu voto no âmbito do Processo CVM RJ/2007/7230, é importante esclarecer algumas questões complexas que podem surgir com relação ao conceito de alienação de controle detido por grupo de acionistas unidos por acordo de acionistas.

Algumas dessas questões foram analisadas pelo Diretor Marcelo Trindade em seu voto,[36] embora não tenham sido objeto da discussão e decisão da CVM, e estão resumidas a seguir:

1ª *Questão*: Não é o simples fato de o acionista adquirente das ações integrar o bloco de controle e, portanto, já ser considerado controlador, que afasta a incidência do art. 254-A, conforme se extrai dos seguintes argumentos sustentados pelo Diretor Marcelo Trindade:

(*i*) O art. 254-A fala de alienação de controle como condição para sua incidência. O fato de os integrantes do acordo de acionistas já serem controladores apenas evidencia que não houve aquisição de controle, mas não serve para comprovar a (in)existência de alienação de controle.

(*ii*) O art. 29, § 4º, da Instrução CVM n. 361/2002 ao definir o conceito e "Alienação de Controle" e utilizar a expressão "Terceiro" ou "Grupo de Terceiros" como contraparte da operação não objetivou afastar um membro integrante do bloco de controle. Isto é, o termo "Terceiro" não deve restringir-se a alguém totalmente estranho ao controle. Nas palavras de Marcelo Trindade, "a referência a terceiro deve ser interpretada como uma mera explicitação da distinção de sujeitos sem a qual não se pode falar em alienação, e até mesmo como esclarecedora do fato de

33. Ainda nessa linha v. o Processo CVM RJ/2002/7888: "numa operação em que um controlador vende sua participação – total ou parcial – a outro controlador, não haveria, em princípio, para efeitos do art. 256, compra do controle, pois o comprador já ocupava antes da operação a posição jurídica de controlador, adquirindo apenas um reforço de controle".

34. "Assim, como nenhuma das duas empresas exercia isoladamente o controle da Copesul, tem-se que a IPQ alienou valores mobiliários para a Braskem, mas não o poder de controle, pois não detinha o mesmo, pelo menos não em sua plenitude."

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

36. O relator do Processo CVM RJ/2007/7230 foi o Diretor Eli Loria, tendo adicionalmente o Diretor Presidente Marcelo Trindade declarado seu voto.

que a alienação a uma pessoa controlada pelo controlador alienante não obrigaria à realização da OPA. Até porque, se o conceito da lei abranger a hipótese de alienação dentro do bloco de controle, a CVM não pode afastá-la por mera Instrução".

Há casos em que a alienação de ações por um membro do bloco de controle a outro membro integrante desse bloco ou qualquer outro terceiro poderia resultar na obrigação de realizar OPA por alienação de controle, como, por exemplo, o caso em que o acionista alienante (*i*) já detenha mais de 50% das ações com direito a voto e integre o grupo por outras razões, que não a necessidade de obter os votos suficientes para formar a maioria nas deliberações sociais. Nesta situação, tal acionista já deteria isoladamente o controle da companhia e, portanto, o art. 254-A seria aplicável; ou (*ii*) detenha menos de 50% das ações, mas o acordo de acionistas garanta a ele preponderância sobre os demais.

2ª *Questão*: Os argumentos da corrente que defende a aplicação do art. 254-A à hipótese de consolidação do controle não encontram respaldo legal. Para esta corrente uma operação de consolidação de controle resulta em alienação do controle uma vez que em ambas se verificam as seguintes condições: (*i*) os agentes que alienam e que adquirem as ações representem interesses econômicos diferentes, devendo, portanto, ser tratados como pessoas diferentes; (*ii*) da alienação decorre uma alteração no controle, pois o antigo integrante que compartilhava o controle passa a controlar isoladamente, e (*iii*) o preço pago normalmente embute um prêmio de controle.

Ao analisar os argumentos acima, o Diretor Marcelo Trindade em brilhante lição afirma que (*i*) para configurar uma alienação de controle, não basta haver distinção entre os agentes envolvidos, mas também que o acionista alienante detenha isoladamente o controle da companhia e o adquirente das ações passe a detê-lo isoladamente; (*ii*) o art. 254-A não estabelece a aquisição ou alteração do controle como fato gerador da obrigação de realizar a OPA, mas sim a alienação do controle; e (*iii*) o fato do preço pago embutir um prêmio é um indicador de que houve alienação do controle, mas não é suficiente para caracterizar uma alienação de controle, pois a aquisição de participações estratégicas ou minoritárias relevantes também envolvem normalmente um prêmio, sem que isso resulte uma obrigação de realizar uma OPA.

À luz dos precedentes acima analisados e dos esclarecimentos feitos pelo Diretor Marcelo Trindade, é possível extrair que para a CVM não se configura alienação de controle a operação em que um acionista ou um conjunto de acionistas integrante do bloco de controle aliena sua participação para um terceiro (integrante do bloco de controle ou não), ressalvadas as hipóteses em que o acionista ou conjunto de acionistas já detém mais de 50% das ações com direito a voto ou em que a análise de eventual acordo de acionistas revele a preponderância do acionista alienante perante os demais.

IV.7 Inaplicabilidade do art. 254-A às aquisições originárias de controle

Outro debate relevante envolve a aplicação do art. 254-A aos casos de aquisição originária de controle, isto é, nas situações em que não há um controle pré-constituído e um terceiro adquire no mercado ações em circulação que lhe asseguram o controle da companhia.[37]

37. Segundo Modesto Carvalhosa, "a aquisição originária do controle resulta da formação, no patrimônio do novo controlador, de um bloco de controle que não existia no patrimônio de outra pessoa ou grupo; 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 do controle (art. 257). É evidente que a aquisição originária, bastante comum em mercados de capitais mais desenvolvidos, e de rara ocorrência na prática brasileira, pressupõe a existência de companhias com controle

A CVM já se manifestou sobre esse tema ao analisar o Processo CVM RJ/2007/14099, no qual o Royal Bank of Scotland Group Plc. adquiriu, por meio de oferta pública de aquisição realizada na Holanda, ações do ABN Amro Holding N.V. ("ABN") em circulação no mercado que lhe conferiram o controle dessa sociedade, que, por sua vez, detinha o controle indireto de duas companhias abertas no Brasil. Anteriormente à referida oferta, o capital social do ABN era extremamente pulverizado, sendo que seus três maiores acionistas detinham, respectivamente, 3,05%, 2,67% e 2,14% do capital social.

Nesse processo, a CVM entendeu que houve uma aquisição originária do controle do ABN e afastou a incidência do art. 254-A nesse tipo de operação, uma vez que o mesmo ao utilizar o termo "Alienação" de controle impõe a ocorrência de uma transferência onerosa do controle, o que exige a existência de um controle pré-constituído.[38]

Acompanhando a doutrina majoritária,[39] a CVM fixou a posição de que o art. 254-A somente se aplica às aquisições derivadas de controle, em que: (*i*) há um acionista detentor de um bloco de ações que lhe assegura o exercício de poder de controle, ou seja, um controle pré-constituído; e (*ii*) esse acionista aliena, parcial ou integralmente, suas ações a um terceiro que, concluída a operação, passa a ser o novo controlador da companhia.

Dessa forma, não basta uma mera alteração do controle ou o surgimento de um acionista controlador para disparar o art. 254-A. É necessária uma alienação do controle por quem o detenha.

Esse entendimento já havia sido manifestado pela CVM no Processo CVM RJ/2006/6209, já analisado no Capítulo III.4. No entanto, nesse caso específico, foi reconhecida a obrigatoriedade de realização de uma OPA em virtude de disposição estatutária que previa expressamente a necessidade de realização de OPA no caso de simples aquisição (originária ou derivada), direta ou indireta, do controle da companhia aberta brasileira.

Mais recentemente, a CVM, ao julgar o Processo CVM RJ/2009/0471 envolvendo a Companhia Energética do Estado do Ceará – COELCE, ratificou sua posição no sentido da inaplicabilidade do art. 254-A nos casos de aquisição originária do controle, conforme bem resumido na seguinte passagem do voto do Diretor Otávio Yazbek:

"Em linhas gerais, a aquisição originária de controle seria aquela em que o bloco de controle tenha se constituído sem que, antes, houvesse controle definido. É o caso, por exemplo, da assunção de posição de controle por meio de aquisições realizadas de diversos alienantes, em mercado. Em tais casos, *justamente por não haver um bloco de*

gerencial ou minoritário em que o controle pode ser disputado e adquirido no mercado" (Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. 4, t. 2, São Paulo, Saraiva, 2003, p. 173).

38. Nesse sentido, v. a seguinte passagem do voto do Diretor Durval Soledade proferido no âmbito do Processo CVM RJ/2007/14099: "A doutrina é pacífica quanto à conceituação e a utilização dos conceitos de aquisição de controle derivada e originária, caracterizando-se a última quando da operação resultar a formação de bloco de controle no patrimônio de um acionista ou grupo, até então inexistente na companhia; e está regulada no art. 257 da Lei n. 6.404/1976. Ao contrário, caracteriza-se como aquisição derivada aquela em que um acionista ou um grupo de acionistas controladores transferem o bloco de ações ou os direitos que lhes garantiam o poder de controle a outro acionista ou terceiro, tornando-se estes os novos controladores. A modalidade de aquisição originária, a meu ver, não se enquadra nos requisitos elencados no art. 254-A, mais precisamente a necessidade de ter havido transferência onerosa do controle (alienação), considero afastada a necessidade de realização de OPA no caso concreto".

39. Modesto Carvalhosa (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. 4, t. 2, 3ª ed., cit., p. 185); Carlos Augusto da Silveira Lobo (*Direito das Companhias*, coords. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, vol. 2, cit., p. 2.014); Carlos Augusto Junqueira de Siqueira (*Transferência de Controle Acionário*, FMF, ed. 2004, p. 264.); Luiz Leonardo Cantidiano (*Reforma da Lei das S/A Comentada*, Ed. Renovar, 2002, p. 238); Erick Frederico Oioli (*Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias*, Quartier Latin, p. 324).

controle anteriormente constituído, não há que se falar propriamente em transferência de poder de controle, não incidindo também o regime estabelecido pelo citado art. 254-A da Lei n. 6.404/1976".

IV.8 Inexistência de alienação de controle em operações de incorporação

Em alguns julgamentos, a CVM teve a oportunidade de discutir a aplicação do art. 254-A em operações nas quais se constatou alteração do controle de uma companhia aberta em decorrência de uma operação de incorporação.

No ano de 2008, a CVM pacificou seu entendimento sobre o tema por meio do Processo CVM RJ/2008/4156 e do Memorando SRE/n. 214/2008, esclarecendo que o art. 254-A, salvo em caso de fraude, não se aplica às operações de incorporação, pelos argumentos expostos abaixo.

Primeiramente, nas operações de incorporação não há transferência ou cessão de ações, valores mobiliários ou outros direitos entre o antigo controlador e o novo controlador, que é um requisito necessário para caracterizar a alienação de controle. Em regra, nas operações de incorporação, os acionistas da sociedade incorporada subscrevem novas ações da sociedade incorporadora, não havendo transferência de ações de um acionista para qualquer terceiro. Nesse sentido, é esclarecedora a seguinte passagem do voto do Diretor Marcos Pinto no julgamento do Processo CVM RJ/2008/4156:

"(...) o colegiado da CVM já deixou claro que a existência de um novo acionista controlador não é suficiente para disparar a obrigação de oferta pública. Para que a oferta seja obrigatória, é preciso que o controle passe das mãos de um controlador para outro".

Cabe ressaltar que os defensores da aplicação do art. 254-A às operações de incorporação sustentam que as mesmas poderiam ser enquadradas no conceito de "transferência indireta de controle" previsto no § 1º deste dispositivo.[40] Contudo, esse entendimento viola os princípios de hermenêutica jurídica, pois significa adotar uma interpretação bastante extensiva para uma restrição, bem como ignora que na incorporação não há qualquer transferência, seja de ações ou direitos, conforme defendido pelo Diretor Marcos Pinto no Processo CVM RJ/2008/4156.[41]

A CVM já havia esclarecido no Processo CVM RJ/2005/4069 sua posição de que a utilização da expressão "Alienação Indireta" no *caput* e no § 1º do art. 254-A possui o significado tradicional dessa expressão (ocorre alienação de controle mesmo que se interponha uma sociedade *holding* para a realização da alienação das ações da companhia aberta) e também a função de regular as situações nas quais, embora não se verifique a transferência de valores mobiliários, há alienação de controle mediante acordos que resultem na transferência de poder político e econômico desses valores mobiliários.[42]

Outro argumento sustentado pela CVM é o de que a Lei n. 6.404/1976 disciplinou exaustivamente a operação de incorporação prevendo diversos mecanismos de proteção aos minoritários, em especial o direito de recesso (arts. 137 e 264), mas em nenhum momento a condicionou à realização de uma OPA. A incorporação, portanto, não deve ser

40. Art. 254-A, § 1º, da Lei n. 6.404/1976: "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".

41. "Tenho dúvidas de que o conceito de 'transferência indireta' comporte uma interpretação tão ampla como essa. Seja como for, acredito que os fatos deste caso não se enquadram nem mesmo nessa concepção ampla. Pois mesmo nessa concepção é preciso que haja a transferência de algo, direitos de voto ou o que seja. No caso concreto, como já disse, não há transferência de nada (...)".

42. V. Capítulo IV.4 acima.

confundida com uma operação de alienação de controle, embora possa eventualmente implicar em alteração do controle. Nessa perspectiva, é emblemática a seguinte afirmação do Diretor Marcos Pinto:

"Ninguém tem dúvidas, acredito eu, que *a incorporação de uma companhia não equivale a uma alienação de controle*. A Lei n. 6.404/1976 não deixa margem para discussão a esse respeito, pois trata essas operações por meio de dispositivos distintos e de maneira completamente diversa. Tampouco resta dúvida, acredito eu, de que *a incorporação não gera a necessidade de oferta púbica para os acionistas das companhias diretamente envolvidas, nem mesmo quando ocorre mudança do acionista controlador de uma das companhias*. Não há necessidade de oferta pública porque, na incorporação, todos os acionistas devem, via de regra, receber o mesmo valor pelas suas ações".

Na mesma direção, já havia se manifestado o Diretor Luiz Antonio Sampaio Correa no âmbito do Processo CVM RJ/2001/11663,[43] ao afirmar que a Lei n. 6.404/1976 definiu detalhadamente a operação de incorporação, especialmente os deveres dos controladores e os direitos dos minoritários, afastando assim uma eventual omissão legal que pudesse ensejar a interpretação de que tais operações estariam sujeitas a uma oferta pública.[44]

Não obstante a posição da CVM acima exposta, cumpre destacar que as operações de incorporação quando realizadas com o objetivo de fraudar a lei (art. 166, VI do Código Civil) podem estar sujeitas ao regime do art. 254-A. Em suas manifestações sobre tema, a CVM preocupou-se em ressalvar expressamente tais situações.[45]

Cumpre ressaltar, embora a discussão central tenha sido outra, o Processo CVM RJ/2003/12777, em que a CVM entendeu que a incorporação da Telecentroeste Celular Participações S/A ("TCOC") pela Telesp Celular Participações S/A ("TCP") estava inserido em um contexto mais amplo de aquisição de 100% da TCP pela TCOC, o qual havia sido dividido em três etapas (aquisição do controle, OPA por alienação de controle e incorporação da TCOC pela TCP) e, portanto, deveria ser assegurado aos acionistas preferencialistas na incorporação um tratamento equitativo em relação aos acionistas ordinaristas das etapas anteriores (ressalvado o prêmio de controle a que as ações ordinárias têm direito). Como, no caso concreto, não restou justificado tal tratamento equitativo, a CVM entendeu que a operação de incorporação não observava a legislação vigente.[46]

43. A discussão nesse processo versou sobre a necessidade de realização de OPA por fechamento de capital e sobre alienação de controle. Entretanto, os argumentos suscitados na decisão da CVM são pertinentes.

44. "Não há mais lacuna a ser regulada pela CVM, ou sobre a qual deva ela se manifestar, no que toca à operação de incorporação de ações e a proteção dos acionistas minoritários nesta operação, desde que cumpridos os demais requisitos legais e inexistente o abuso do acionista controlador. O legislador deu tratamento específico à operação e determinou que o remédio jurídico para os acionistas que dissentissem da deliberação seria o recesso, nos termos do art. 45 da Lei n. 6.404/1976, com as disposições adicionais do art. 264, § 3º, ressalvado, por óbvio, alguma ilegalidade intrínseca da operação, o que não se examinou por ora."

45. Voto do Direito Marcos Pinto no âmbito do Processo CVM RJ/2008/4156: "Prestigiar a interpretação literal e reconhecer que o art. 254-A não se aplica a este caso concreto não significa dizer que todas as operações de incorporação estão isentas da obrigação prevista no art. 254-A. A interpretação literal não afasta o regime da fraude à lei, previsto no art. 166, VI, do Código Civil e aplicável a todos os negócios jurídicos".

46. Voto do Diretor Luiz Leonardo Cantidiano no âmbito do Processo CVM RJ/2003/12777: "Não estou convencido, depois do longo e minucioso exame que fiz de todo o processo, que a TCP tenha conseguido demonstrar, de forma clara e insofismável, a completa lisura da operação que, iniciada quando da aquisição do controle da TCOC, ela pretende agora concluir com a incorporação de ações de emissão dessa última companhia. O fato de a operação ter sido estruturada, como já referido, para possibilitar a aquisição, pela TCP, da empresa que era explorada pela TCOC, respeitado o limite de preço que a adquirente estava disposta a despender, aliado à circunstância de que parte maior do respectivo preço estava destinado ao antigo controlador e, por

IV.9 Questões envolvendo o preço pago ao antigo acionista controlador e o preço ofertado na OPA

O preço pago nas operações de alienação de controle e o preço ofertado na OPA por alienação de controle já ensejaram uma série de discussões que foram objeto de análise pela CVM.

Nos processos CVM RJ/2006/6802, RJ/2006/7658 e RJ/2008/0252, a CVM assentou que o fato do preço pago pelas ações do antigo acionista controlador ser inferior à cotação de mercado das ações e não envolver um prêmio de controle não afasta a obrigatoriedade de realização de OPA por alienação de controle.[47] Não se aplica à OPA o conceito de preço justo, devendo apenas ser garantido aos minoritários a possibilidade de desinvestimento pelo valor correspondente a, no mínimo, 80% do valor pago ao antigo controlador.

Nos processos CVM RJ/2006/7658, RJ/2006/6209, RJ/2007/1996 e RJ/2008/0252, a CVM esclareceu que no caso de alienação indireta do controle de uma companhia aberta, a parcela do preço de alienação correspondente à mesma deve constar dos instrumentos contratuais ou outros documentos que comprovem o montante do preço pago referente à companhia aberta. Na ausência desses elementos, o ofertante deverá justificar por outros meios a parcela do valor pago relativo à companhia aberta, cabendo à CVM examinar tais justificativas. A CVM não concederá o registro de OPA caso não haja "evidência capaz de comprovar a correlação entre o preço proposto para a OPA e o preço do negócio de alienação de controle que ensejou a necessidade de realização de OPA".[48]

Com relação a este tema, cumpre transcrever a conclusão do voto do Diretor Marcelo Trindade no âmbito do Processo CVM RJ/2007/1996, no qual procurou estabelecer os parâmetros para atuação da CVM em casos futuros:

"i. também em casos em que exista obrigação de realizar oferta por aquisição indireta de controle, e não por alienação, aplica-se o dever de demonstração justificada do preço de que trata o § 6º do art. 29 da Instrução 361/2002, cabendo à CVM verificar se a demonstração foi feita de maneira adequada;

"ii. a justificação do preço pode ser feita, em quaisquer casos, por instrumentos contratuais, se houver, ou outros documentos que comprovem com razoabilidade a parcela do preço correspondente à companhia controlada, como o prospecto ou o edital da oferta, devendo o preço resultante de tais documentos ser aceito pela CVM, salvo prova definitiva da existência de uma parcela adicional de preço não indicada, caso em que a oferta somente será registrada se tal parcela for desde logo acrescida ao preço;

"iii. se a CVM entender que existem indícios de que o preço informado nos documentos não é o verdadeiro, não poderá negar registro à oferta, devendo iniciar investigação em paralelo e, ficando comprovada a fraude, formular acusação, inclusive frente ao intermediário, sem prejuízo da indenização a ser postulada pelos destinatários da oferta;

"iv. na ausência de instrumentos contratuais ou outros documentos que comprovem a parcela do preço correspondente à companhia controlada, o ofertante poderá justificar

consequência, aos minoritários detentores de ações ordinárias (aos quais foi pago preço correspondente a 80% do preço de compra do bloco de controle), sem que tenha ficado comprovado, de forma inquestionável, que estaria sendo assegurado tratamento equitativo aos minoritários titulares de ações preferenciais, me faz concluir que a proposta, a ser submetida às assembleias gerais de TCP e de TCOC, não respeita a legislação vigente".

47. Nesse sentido, v. Parecer CVM/SJU/n. 79/1983.

48. Voto da Diretora Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana no âmbito do Processo CVM RJ/2008/0252.

o preço por ele indicado por outros meios, cabendo à CVM examinar tais justificativas, e obter outros elementos que lhe permitam chegar a uma conclusão quanto a ter sido feita a adequada demonstração do preço; e

"v. se os elementos apresentados pelo ofertante e colhidos pela CVM forem insuficientes, e as ações da companhia controlada e da companhia controladora tiverem liquidez em mercados regulados, o critério de comparação dos preços de mercado das ações de ambas as companhias antes do lançamento da oferta, ou do anúncio negócio de aquisição, deve ser considerado um critério justificado para a demonstração do preço, e pode ser adotado pela CVM."

Com o objetivo de refletir na Instrução CVM n. 361/2002 esse entendimento já consolidado na jurisprudência da CVM, o § 6º do art. 29 da Instrução CVM n. 361/2002 foi alterado pela Instrução CVM n. 487/2010 para prever expressamente que, no caso de alienação indireta do controle acionário: (*i*) o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A, correspondente à alienação do controle da companhia objeto; e (*ii*) a CVM poderá determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto.

Vale ressaltar que o item 8.1.1.(ii) do Regulamento do Novo Mercado também contém dispositivo que exige, no caso de uma alienação indireta de controle, que o acionista adquirente declare à BM&FBovespa o valor atribuído à companhia aberta nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor.

No âmbito do Processo CVM RJ/2005/0137, a CVM decidiu que, nas hipóteses em que, como parte da operação de alienação de controle, o adquirente do controle assume dívida do antigo controlador, a assunção de dívida também deve ser considerada como preço pago ao antigo acionista controlador para fins da OPA. Da mesma forma, a CVM entende que eventual cessão de créditos para o novo controlador deve ser reduzida do preço pago pelo controle.

Por fim, a CVM manifestou-se em algumas ocasiões, em especial nos Processos CVM RJ/2011/2092 e RJ/2007/3296, sobre uma possível manobra para reduzir a base de cálculo do *tag along* previsto no art. 254-A. Em algumas operações de aquisição de controle, o adquirente do controle negocia com o antigo controlador a compra de um "pacote" de ações ordinárias e preferenciais, sem discriminação do preço a ser pago por cada tipo de ação. Conforme explicado pelo Diretor Alexsandro Broedel Lopes, em princípio, não há óbice legal para tanto, pois para o vendedor o que importa é o preço recebido pelo total das ações vendidas. Contudo, para os minoritários a situação pode gerar distorções, já que parte do valor das ações ordinárias pode ser transferida para as preferenciais, o que reduziria o valor a ser pago aos minoritários na OPA.

Nos referidos processos, a CVM confirmou sua posição de que a constatação do chamado "sobrepreço" no pagamento das ações preferenciais, no âmbito de uma venda conjunta das ações representativas do controle de uma companhia aberta, seria um indício de tentativa de reduzir o valor a ser ofertado na OPA por alienação de controle. Contudo, tal indício não é suficiente para evidenciar uma fraude ao art. 254-A, sendo necessário analisar, em cada caso, as justificativas apresentadas para os preços ofertados. Nos casos mencionados acima, por exemplo, a CVM decidiu que era possível a atribuição de um único preço para ações preferenciais e ordinárias nos contratos de aquisição de controle, uma vez que restou comprovado que tal fato foi uma condição do negócio, devendo ser presumida a veracidade dos contratos, sem prejuízo da constatação de eventual fraude.

X-04_161-162.indd 98 04/04/2013 09:21:40

IV.10 Não incidência do art. 254-A em caso de renúncia dos acionistas minoritários à OPA

No Processo CVM RJ/2006/7658, a CVM reconheceu expressamente a possibilidade de não incidência do art. 254-A, nos casos em que todos os acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto declararem expressamente que dispensam a realização de OPA por alienação de controle, bem como nos casos de reestruturação societária, em que os antigos controladores permanecem como tais ainda que indiretamente.

Vale ressaltar que não se trata de dispensa de aplicação do art. 254-A, uma vez que a CVM não tem competência para dispensar seus jurisdicionados do cumprimento da obrigação prevista no art. 254-A. Nos casos acima mencionados, CVM entende que o art. 254-A é inaplicável.

V. Conclusão

Ao longo desse trabalho, buscou-se propor uma metodologia de análise dos casos envolvendo alienação de controle e apresentar as inúmeras complexidades decorrentes da interpretação do art. 254-A.

A metodologia de análise da obrigatoriedade de realização de OPA por alienação de controle proposta neste artigo parte da premissa da existência de Fontes Normativas (Lei n. 6.404/1976, Instrução CVM n. 361/2002 e os Regulamentos dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa) e fontes contratuais (Estatuto Social) para exigência de realização de OPA. Dessa forma, a verificação, no caso concreto, da obrigação de realização de OPA por alienação de controle deve ser feita à luz de cada uma dessas fontes.

Conforme demonstrado, o art. 254-A da Lei n. 6.404/1976 é a primeira fonte legal da obrigação de realização de OPA por alienação de controle, aplicando-se indistintamente a todas as companhias abertas. Nessa perspectiva, qualquer análise sobre o tema deve partir desse dispositivo. Contudo as polêmicas envolvendo o art. 254-A não são poucas e algumas ainda não estão completamente pacificadas pela CVM. Entretanto, com base nos precedentes estudados no Capítulo IV, tentamos identificar algumas linhas de interpretação adotadas pela CVM que podem servir de parâmetro para todo o mercado, uma vez que se trata do entendimento do órgão regulador do mercado de capitais.