

Atualidades

DA INAPLICABILIDADE DO ART. 254-A DA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES ÀS REESTRUTURAÇÕES SOCIETÁRIAS

LUCAS BRAUN

1. Introdução. 2. A realização de oferta pública de aquisição de ações em razão da alienação de controle: 2.1 Breve histórico; 2.2 Finalidade do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações; 2.3 A alienação do controle como um negócio jurídico típico. 3. As reestruturações societárias: 3.1 Conceito; 3.2 Inaplicabilidade da obrigação de realização de oferta pública em decorrência de reestruturação societária. 4. Conclusão. 5. Bibliografia.

1. Introdução

Recentemente, observaram-se no mercado de capitais brasileiro diversas associações envolvendo companhias abertas por meio de reestruturações societárias, resultando na unificação de bases acionárias diversas em uma entidade.¹ Dado que, em decorrência de tais movimentos societários, ocorreu, em alguns casos, a modificação de controle das companhias envolvidas, suscitou-se debate acerca da aplicação do art. 254-A da Lei 6.404/1976 (“Lei das Sociedades por Ações”) a tais operações.

A questão mobilizou a opinião especializada, diante da insatisfação de inves-

tidores com a inexistência da oferta pública em razão da alienação de controle,² reforçando-se, pois, a importância do debate acerca das consequências da mudança de controle de uma companhia aberta em função do redesenho de sua estrutura societária.

Diante desse cenário, algumas vezes vieram à tona para defender a obrigatorie-

2. O Memorando n. 214/2008 da Comissão de Valores Mobiliários transcreve as notícias publicadas à época de reestruturações societárias que resultaram em mudança de controle e revela que os acionistas minoritários das companhias envolvidas e os investidores em geral consideraram prejudicial a ausência de obrigatoriedade de realização de oferta pública de ações nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/1976. Nos termos de matéria veiculada pela Agência Estado a respeito de uma dessas operações, tem-se que “analistas e investidores apontaram falhas de governança corporativa, com destaque para o fato de, no entendimento da Gafisa, não existir direito de *tag along* (direito de receber um percentual sobre o preço pago pelo bloco de controle) para os minoritários da Tenda, já que não haveria troca de controle. No dia do anúncio da operação, os papéis da Tenda subiram 22%, justamente pelo entendimento de que haveria *tag along*. Após o posicionamento da Gafisa em relação a esse ponto, as ações da Tenda entraram em queda livre”.

1. Apenas para mencionar as principais, em 2008 e 2009 ocorreram associações envolvendo as seguintes companhias: Totvs S/A e Datasul S/A, Brascan Residential Properties S/A e Company S/A, Gafisa S/A e Construtora Tenda S/A, Itaú S/A e Unibanco Holdings S/A, Votorantim Celulose e Papel S/A e Aracruz Celulose S/A, Sadia S/A e Perdigão S/A, Duratex S/A e Satipel Industrial S/A e Abyara Planejamento Imobiliário S/A, Agra Empreendimentos Imobiliários S/A e Klabin Segall S/A.

dade de realização de oferta pública prevista no art. 254-A em operações dessa espécie. Destaca-se o Projeto de Lei n. 5.623, apresentado em 14 de julho de 2009 pelo deputado federal Carlos Bezerra que propõe a modificação do § 1º do art. 254-A da Lei 6.404/1976, de modo a constar a seguinte redação:

“Entende-se como alienação de controle a transferência, inclusive aquela efetuada mediante incorporação por meio de troca de ações, seja 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” (grifaram-se as modificações em relação ao texto atualmente em vigor).

O autor do projeto, em sua justificativa para tal proposta de mudança, afirma que “no modo como está definido o dispositivo legal, tal mecanismo que foi instituído para proteger os acionistas minoritários vem sendo burlado pelas empresas, na medida em que estas se utilizam da modalidade de incorporação de uma empresa por meio de troca de ações do acionista controlador por ações de uma empresa do comprador, que se torna o novo controlador”.³

Ademais, destaca-se também o artigo de autoria de Leslie Amendolara intitulado “O instituto do *tag along* e o espírito da lei” e publicado no jornal *Valor Econômico* em 2 de junho de 2009. Na opinião deste autor, ainda que a não aplicação da obrigação de realização de oferta pública a reestruturações societárias tenha base normativa, trata-se de interpretação que “*não é ética e fere o espírito da lei*”.⁴

3. Projeto de Lei n. 5.623/2009, p. 2, disponível em <http://www2.camara.gov.br/proposicoes>.

4. Leslie Amendolara, “O instituto do *tag along* e o espírito da lei”, publicado no jornal *Valor Econômico*, 2.6.2009.

No entanto, tal linha argumentativa não deve ser admitida, diante da sua patente inadequação ao regramento consagrado na lei do anonimato, em especial no que importa aos fundamentos econômicos e jurídicos que justificam a aplicação do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações. É o que se pretende demonstrar neste artigo.

2. A realização de oferta pública de aquisição de ações em razão da alienação de controle

2.1 Breve histórico

Partindo-se da noção de que o controle de determinada companhia é um bem em si mesmo, com valor determinável – correspondente não só à simples soma da cotação das ações, mas a uma universalidade com precificação própria, obviamente superior⁵ – tem-se a conclusão lógica de que este é passível de alienação por aquele que o detém.

Tendo isso em vista, o art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações estabelece uma condição (suspensiva ou resolutiva, conforme vontade das partes) de eficácia para referida alienação de controle de uma companhia aberta, a saber: a obrigatoriedade da realização de oferta pública de aquisição de ações. Trata-se de um dos temas mais debatidos do direito societário brasileiro, cuja principal dificuldade pode ser traduzida pela seguinte indagação: a quem cabe o prêmio oriundo da alienação do controle?

Note-se que o anteprojeto que deu origem à Lei das Sociedades por Ações, apresentado por Alfredo Lamy Filho e José

5. “Toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor unitário das ações, que o asseguram; o valor das ações resulta do direito, que conferem, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o controle decorre do poder de determinar e definir suas políticas (...)” (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A*, vol. I, *Pressupostos e Elaboração*, p. 255).

Luiz Bulhões Pedreira, não contemplava referida obrigação, vez que, no entender de tais juristas, ao passo em que o anteprojeto reconhecia a realidade do poder de controle e atribuía responsabilidades próprias ao acionista controlador, seria incoerente negar-lhe o direito de apropriação integral da mais-valia resultante do controle.⁶

No entanto, prevaleceu o entendimento oposto, eis que a famosa Emenda Lehmann incluiu o art. 254 ao texto que resultou na Lei das Sociedades por Ações e, portanto, os demais acionistas com direito de voto passaram a ter direito de receber, proporcionalmente, valor idêntico àquele pago ao acionista controlador quando da compra do controle por um terceiro.

A orientação, elogiada pela maior parte da doutrina,⁷ fundamenta-se na preposição de que o controle corresponde a um ativo social,⁸ pertencente, pois, a todos os acionistas da companhia com direito a voto,⁹ e não apenas ao acionista controla-

6. As exatas palavras a respeito são: “o Anteprojeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários, seria, pois, incoerente, se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência e proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico” (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A*, vol. I, *Pressupostos e Elaboração*, p. 256).

7. Dentre os mais proeminentes, destacam-se Comparato, Teixeira e Guerreiro, Carvalhosa e Wald conforme Vera Helena de Mello Franco, “OPAS – Estado atual da questão”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 144/19.

8. Para maiores detalhes, v. item 2.2 deste artigo.

9. Controverosa é a discussão a respeito da inclusão de eventuais acionistas titulares de ações preferenciais no compartilhamento do valor de controle. Por ultrapassar o objetivo desse estudo, basta ressaltar que o fenômeno do poder de controle concretiza-se pela formação de uma maioria assemblear que, por sua vez, perpassa pelo exercício do direito de voto nas assembleias gerais, estando excluídos, em princípio, os acionistas preferenciais. Nessa linha, entende-se que o controle pertence apenas aos acionistas detentores de ações ordinárias e, portan-

do – sem prejuízo do caráter pragmático de tal iniciativa.¹⁰

Na segunda metade da década de 1990, a Lei 9.457/1997 retirou o art. 254 da lei do anonimato, com a finalidade de favorecer a execução do plano nacional de desestatização.¹¹ Tendo em vista que o estado era o acionista controlador de diversas companhias abertas, garantiu-se a apropriação por este do ágio do controle, bem como se eliminou a possibilidade da privatização ser frustrada pela regra de rateio inserida na norma revogada.

Em nova reforma legislativa ocorrida em 2001, a regra a respeito da obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações foi reintroduzida ao texto da Lei das Sociedades por Ações, com algumas modificações importantes, dentre as quais se destaca que o valor ofertado aos acionistas minoritários passou a corresponder a 80% daquele pago ao controlador. Adotou-se, pois, uma postura conciliatória entre as posições acima descritas,¹² a qual permanece em vigor até o momento.

to, a sua mais-valia deve ser dividida apenas entre eles. No mesmo sentido, Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 4ª ed., pp. 309 e 310. De qualquer forma, a atual redação do art. 254-A não deixa margem de dúvidas a respeito da questão, ao mencionar que a oferta pública em pauta direciona-se às “ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia”.

10. Basicamente, incentivar a migração da poupança popular ao mercado de capitais por meio do reforço dos direitos dos acionistas minoritários. A esse respeito, Teixeira e Guerreiro ensinam que “a solução adotada na lei vale como medida pragmática, tendo em vista as condições do momento histórico e as características peculiares de conjuntura, justificando-se em face da experiência verificada em anos recentes em nosso País” (Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, p. 743).

11. Vera Helena de Mello Franco, “OPAS – Estado atual da questão”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 144/24.

12. A natureza conciliatória do atual art. 254-A consiste no fato de que, conquanto os acionistas minoritários têm o direito de participar da venda do controle, estes o fazem em proporção menor (80%)

2.2 Finalidade do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações

Contemplado o histórico envolvendo a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações em razão da alienação de controle de uma companhia, há de se esclarecer qual a finalidade deste dispositivo legal, de modo a orientar sua melhor compreensão.

É importante afastar, desde logo, afirmações genéricas sobre o assunto, como a de que o art. 254-A é “uma forma de fazer justiça ao acionista minoritário”.¹³ Ao que parece, tal obrigação baseia-se em um conceito claro e bem definido, a saber, a noção do controle como um ativo pertencente à companhia que foi pioneiramente desenvolvida por Adolph Berle,¹⁴ em oposição à ideia do controle como um bem de titularidade apenas do acionista que o exerce. O objetivo do instituto, pois, é permitir com que os acionistas não controladores participem da mais-valia que o controle possui, quando de sua alienação.¹⁵

em relação ao valor pago ao antigo acionista – daí a afirmação de que, a partir de 2001, há um reconhecimento legal do prêmio de controle. Tal posição, contudo, não está imune a críticas. Roberta Nioac Prado considera que o legislador quis, com esta iniciativa, agradecer “gregos e troianos”, pois restaurou a obrigação de oferta pública em razão da alienação de controle e, ao mesmo tempo, deu ao controlador a oportunidade de apropriar-se de parte do valor do controle (Roberta Nioac Prado, *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S/A – Tag Along*, p. 112).

13. Leslie Amendolara, “O instituto do tag along e o espírito da lei”, *Valor Econômico*, 2.6.2009. Também a CVM, em parecer de sua Superintendência Jurídica, elevou o art. 254-A à “pedra angular na proteção do acionistas minoritário” (Parecer/CVM/SJU n. 80).

14. Conforme relatado por Clark, com sua habitual elegância: “Several decades ago, Adolph Berle, a distinguished writer on the modern corporation, maintained that if the control function in the corporation has a value, that value belongs to the corporation. His view is often characterized as being that control is a corporate asset” (Robert Clark, *Corporate Law*, p. 492).

15. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Sociedade anônima. Reorganização societária. Ali-

Com base nessa assertiva tem-se um desdobramento largamente mencionado pela doutrina societária, no sentido de que o art. 254-A objetiva promover o tratamento igualitário entre acionistas detentores de ações ordinárias, ao passo que permite que estes participem da alienação do controle, recebendo o produto pela venda de um bem que, em última instância, também lhe pertence.¹⁶

É bem verdade que, a partir de 2001, a nova redação dada a tal dispositivo relativizou seu caráter igualitário, ao passo que reconheceu ao acionista controlador o direito de receber um prêmio quando da venda do controle. No entanto, ainda que se critique a falta de sincretismo metodológico da iniciativa,¹⁷ esta não significa, por si só, que o art. 254-A deixou de ter a função disciplinadora acima detalhada, vez que, sua aplicação ainda importa na redistribuição – ainda que parcial – do produto da alienação do controle.

Note-se que parte da doutrina¹⁸ e a jurisprudência da Comissão de Valores Mo-

nação de ações. Alienação de controle direta e indireta: inoocorrência. Inaplicabilidade do art. 254 da Lei das Sociedades Anônimas”, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/208.

16. Sobre o caráter igualitário do art. 254-A, v. o texto de Wald, em que se apresenta farta evidência jurisprudencial colhida do direito comparado (Arnoldo Wald, “A oferta pública, a igualdade dos acionistas e o direito comparado”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 43, jul.-set./2001). Ao que parece, a função igualitária de tal obrigação é consequência da ideia de que o controle pertence a todos acionistas detentores de ações ordinárias, não sendo possível separar a divisão do prêmio de controle e o tratamento igualitário em finalidades diversas do art. 254-A, como o faz o Direito da CVM Marcos Barbosa Pinto, em voto proferido no âmbito do Processo CVM 2008/4.156.

17. De acordo com a nota de rodapé 12, acima.

18. Fábio Ulhoa Coelho, p.ex., considera – equivocadamente, ao que parece – que a mudança na orientação geral dos negócios da companhia gera a obrigação da realização da oferta pública em questão (cf. Fábio Ulhoa Coelho, “O direito de saída conjunta (tag along)”, in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, pp. 474 e 475).

biliários¹⁹ identificam no art. 254-A uma finalidade diversa: a obrigação constante de tal dispositivo serviria como uma espécie de compensação aos acionistas em razão da quebra da estabilidade societária motivada pela alienação de controle.²⁰ Contudo, é importante desde logo afastar essa linha interpretativa, pois a lei societária, por meio do instituto do direito de recesso previsto no art. 137 da Lei das Sociedades por Ações, regulou exaustivamente o tema, que serve, pois, de suficiente proteção²¹ ao acionista minoritário das modificações orgânicas implementadas na estrutura da companhia.²²

Conclui-se, portanto, que a finalidade do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações liga-se à repartição do valor pago em razão da venda controle de determinada companhia. Ora, diante disso tem-se que tal dispositivo de lei só deve incidir

19. Em especial diante do voto emitido pelo então Diretor da CVM, Pedro Marcílio, no caso que versou sobre a ocorrência ou não de alienação de controle da Companhia Brasileira de Distribuição tendo em vista a associação da família Diniz com o grupo francês Casino (Processo 2005/4.069).

20. "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" (voto do Diretor Pedro Marcílio, no âmbito do Processo 2005/4.069).

21. Comparato conceitua com elegância o direito de recesso da seguinte maneira: "Trata-se de um remédio jurídico, e não de um direito material à obtenção de lucros e vantagens. E remédio conhecido em lei para a proteção de interesses individuais do acionista, não-correspondentes, portanto, ao interesse social" (Fábio Konder Comparato, *Direito Empresarial*, p. 226).

22. No mesmo sentido, Roberta Nioac Prado assevera que "nos casos acima mencionados (mudança da orientação geral da administração da companhia) pode-se cogitar, dependendo das alterações implementadas pelo novo ou antigo administrador, que o minoritário descontente invoque direito de recesso, mas nunca que invoque direito de 'oferta pública'" (Roberta Nioac Prado, *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S/A – Tag Along*, p. 105).

quando se está diante de verdadeira alienação de controle. Daí a importância de definir, com exatidão, o que se deve entender por alienação de controle, como se fará a seguir.

2.3 A alienação do controle como um negócio jurídico típico

Guerreiro ensina que a alienação de controle a que faz referência o art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações é um negócio típico, entendido como negócio que, para atingir sua finalidade e produzir seus efeitos, deve preencher os requisitos do tipo de que faz parte.²³

Diante disso, impõe-se ao intérprete e ao aplicador da lei, a necessidade de verificar se estão presentes todos os elementos que caracterizam o negócio típico de alienação de controle, para fins de incidência do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações.

Pois bem, tendo por base o disposto em reputado dispositivo legal, combinado com o conteúdo do § 4º do art. 29 da Instrução n. 361 emitida pela Comissão de Valores Mobiliários, em 5 de março de 2002, tem-se que, resumidamente, tais elementos são: (i) transferência, de modo direto ou indireto, de títulos que garantam o controle da companhia,²⁴ (ii) a terceiro,²⁵ e

23. José Alexandre Tavares Guerreiro, "Sociedade anônima. Reorganização societária. Alienação de ações. Alienação de controle direta e indireta: inoportunidade. Inaplicabilidade do art. 254 da Lei das Sociedades Anônimas", in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/208.

24. Trata-se do disposto no § 1º do art. 254-A, orientação repetida pelo § 4º do art. 29 da Instrução CVM n. 361/2002.

25. A existência de um terceiro está expressamente prevista no § 4º do art. 29 da Instrução CVM 361/2002. Tal norma, aliás, parece esvaziar a relevância das recorrentes discussões sobre a caracterização ou não de alienação de controle em face da reorganização interna de um grupo de controle. Não havendo um terceiro, entendido como um sujeito estranho ao exercício do controle societário, não se está diante de alienação de controle. Esta, aliás, já

(iii) em caráter oneroso.²⁶ A jurisprudência administrativa posiciona-se de modo semelhante.²⁷

Não é coincidência, aliás, que apenas na presença os elementos formadores do tipo “alienação de controle” viabiliza-se o objetivo da oferta pública de aquisição de ações: somente quando o controle é efetivamente negociado em sua inteireza (primeiro elemento) e, por isso, muda de titularidade (segundo elemento) mediante o pagamento de determinado valor (terceiro elemento), é que se pode cogitar a repartição entre todos acionistas com direito de voto de parcela do prêmio pago pelo controle da companhia.

Assim, a expressão alienação de controle há de ser entendida restritivamente e utilizada apenas quando da reunião dos três elementos acima mencionados. Diferença, pois, de vocábulos que, de modo pouco

era a orientação de Comparato, anteriormente à vigência da reputada Instrução: “Nas hipóteses em que o controle é conjunto, ou seja, pertence a mais de uma pessoa, não se entende que há alienação quando um desses titulares do poder de comenda aliena suas ações a outro, ou aos outros. O que há, então, é consolidação ou reforço do controle na pessoa dos adquirentes das ações” (Fábio Konder Comparato, *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*, p. 79).

26. A onerosidade resta óbvia pela leitura do *caput* do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações que menciona que a Oferta Pública de Aquisição de Ações em decorrência da alienação de controle deve ser feita por preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação representativa do controle (Carlos Augusto Junqueira Siqueira, *Transferência do Controle Acionário*, Niterói, 2004, p. 364).

27. No voto do Processo Administrativo n. 2007/7.230, o Diretor da CVM Eli Loria sustentou que “as características da alienação do controle acionário que obrigam a realização de oferta pública são duas: (i) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa diversa do anterior detentor do controle e (ii) que a transferência de ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, com ônus e bônus tanto para o alienante quanto para o adquirente”. Note-se que o primeiro elemento mencionado pelo Diretor Eli Loria engloba, na realidade, duas características diversas da alienação de controle (a transferência do poder de controle e a existência de um terceiro).

técnico, são lhe imputados pela doutrina e jurisprudência como sinônimos: “modificação de controle”, “mudança de controle”, “alteração de controle”, “troca de controle”, e assim por diante. Apenas a alienação de controle²⁸ em sua literalidade²⁹ tem o condão de impor a aplicação do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações.

Resta saber, pois, se é plausível qualificar como negócio jurídico típico de alienação de controle as incorporações e demais movimentos societários pelos quais se substanciam as reestruturações societárias que deram ensejo à questão tratada neste artigo.

3. As reestruturações societárias

3.1 Conceito

De início, é importante conceituar o objeto do presente estudo. Entende-se por reestruturação societária um conjunto de atos de natureza societária que afetam a companhia e seus acionistas, credores e demais terceiros nela interessados, praticados em sequência e predeterminados.³⁰

A consecução de uma reestruturação societária perpassa por diversas técnicas jurídicas de organização patrimonial con-

28. A par dos argumentos jurídicos, ressalta-se que a própria semântica da expressão “alienação” implica transferência onerosa de algo a outrem (Alexandre de Mendonça Wald e Luiza Rangel de Moraes, “Transferência de controle de companhia aberta”, *Revista de Direito Bancário* 38/20).

29. Afinal, como ressalta Eizirik, “de acordo com as regras de hermenêutica jurídica, deve-se compreender as palavras da lei como tendo alguma eficácia (*verba cum effectu, sunt accipienda*), visto que não existem palavras inúteis no texto legal. Assim, não cabe ao intérprete desconsiderar os termos empregados pelo legislador, especialmente quando utilizados em seu sentido técnico” (Nelson Eizirik, “Ações preferenciais. Não pagamento de dividendos. Aquisição do direito de voto”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 144/27).

30. João Ricardo de Azevedo Ribeiro, “Notas sobre reorganizações societárias”, in *Direito Societário – Gestão e Controle*, p. 215.

cebidas pela Lei das Sociedades por Ações, dentre as quais se destacam: (i) a incorporação; (ii) a incorporação de ações; (iii) a cisão; (iv) a fusão e (v) o aumento e a redução do capital social.

As reestruturações societárias podem ser classificadas em duas diferentes espécies: (i) aquelas operações que visam à expansão de atividades em movimentos de integração horizontal ou vertical e (ii) aquelas voltadas à superação de crises por meio da segregação de parcelas de seu patrimônio e respectivos riscos associados a tal ativo.³¹ Tipicamente, a primeira espécie de reestruturação é levada a efeito por instrumentos como incorporação e incorporação de ações. Assim, tendo em vista que referidos atos societários resultam em uma absorção de ativos³² pela sociedade incorporadora, que emite, em contrapartida, novas ações em favor dos antigos acionistas da sociedade incorporada (ou que teve suas ações incorporadas, conforme o caso), observa-se, por vezes, a modificação de controle da sociedade incorporadora.

Assim, diante de mudanças na estrutura de controle de uma companhia em razão de determinada reestruturação societária, apressam-se alguns em concluir que tal fato, isto é, o surgimento de um novo acionista controlador, é suficiente para se justificar a aplicação do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações. No entanto, como se demonstrará abaixo, tal conclusão carece de embasamento jurídico.

31. Rachel Sztajn, "Reorganização societária e concorrência", in *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*, p. 238.

32. No primeiro caso (incorporação), a sociedade incorporadora recebe o patrimônio líquido da incorporada, já na incorporação de ações, a totalidade de ações de sua emissão. A principal diferença entre as duas modalidades, como salientam Teixeira e Guerreiro, corresponde ao fato de que "na incorporação de ações não se verifica a extinção da sociedade incorporada, o que é da essência da incorporação a que se refere o art. 227 (incorporação de sociedade)" (Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, p. 728).

3.2 Inaplicabilidade da obrigação de realização de oferta pública em decorrência de reestruturação societária

Da leitura conjugada entre o conceito de reestruturação societária acima delineado com o objetivo e os elementos que caracterizam alienação de controle, esposados no item 2 deste estudo, resta patente a total inadequação de tais operações com o instituto da realização de oferta pública em razão da alienação de controle.

Em uma associação entre companhias efetivada por meio de reestruturações societárias, não há transferência, direta ou indireta, de títulos que garantam o controle da companhia – seja ela direta ou indireta. O que ocorre é a subscrição de novos títulos em razão de uma contribuição patrimonial dada à companhia em questão, e não ao antigo controlador. Isto equivale a dizer que, ainda que se verifique a modificação do controle em determinadas situações, não há alienação de controle propriamente dita.³³

Ora, se não houve pagamento àquele que anteriormente exercia o poder-função equivalente ao controle societário, carece de finalidade a obrigatoriedade da realização de oferta pública. Não há valor do controle para ser dividido entre os demais acionistas, simplesmente porque este não foi alienado.³⁴

33. Daí a importância, que já foi ressaltada na parte final do item 2.3 acima, em diferenciar expressões que são, em algumas situações, utilizadas como sinônimos. Modificação de controle é simplesmente a emergência de um novo controlador, por qualquer razão que seja; a alienação de controle, ao seu turno, é o negócio jurídico típico concebido pelo art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações e Instrução CVM 361/2002.

34. No mesmo sentido, Lobo sustenta que "na incorporação, fusão e cisão não há operação de alienação de ações do bloco de controle: as ações são transferidas como um dos elementos do patrimônio da sociedade controlada participante da operação. Não há preço de alienação das ações do bloco de controle, pois os patrimônios das sociedades objeto

Com efeito, a Comissão de Valores Mobiliários já teve a oportunidade de se manifestar sobre o assunto, em caso envolvendo a modificação de controle da Suzano Petroquímica S/A. Tal companhia tinha como acionista controladora a Petróleo Brasileiro S/A e, em decorrência da associação desta com a União de Indústrias Petroquímicas S/A no âmbito da criação da Companhia Petroquímica do Sudeste, a Suzano Petroquímica S/A passou a ser controlada pela União de Indústrias Petroquímicas S/A, após a consecução de uma reestruturação societária.

O Diretor da Comissão de Valores Mobiliários Marcos Barbosa Pinto, ao analisar o caso, asseverou 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”.³⁵

Assim, é possível concluir que, diante da redação atual do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações, inexistente obrigação de realizar oferta pública em decorrência de reestruturação societária, incluindo, sem limitação, aquelas operações estruturadas por meio de incorporação ou incorporação de ações, e que resultam na modificação de controle de uma companhia aberta.

4. Conclusão

Tendo em vista os argumentos apresentados nesse artigo, é natural concluir que a lógica das reestruturações societárias não se coaduna com a sistemática do art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações, tampouco é cabível a inserção de tais operações no âmbito desta norma.

da operação são avaliados como universalidades” (Carlos Augusto da Silveira Lobo, *Direito das Companhias* (obra coletiva), 1ª ed., p. 2.014).

35. Processo CVM 2008/4.156.

Um aspecto a ser considerado no âmbito da discussão trazida pelo Projeto de Lei n. 5.623/2009, acima mencionado, é a existência de fraudes à obrigação de se realizar oferta pública de aquisição de ações em decorrência da alienação de controle. A premissa, que serve de motivação à proposta do deputado Carlos Bezerra e ao texto de Leslie Amendolara, é a de que seria possível burlar o disposto no art. 254-A por meio de reestruturações societárias fictícias.³⁶

No entanto, cabe ressaltar que, diante de quaisquer hipóteses de fraude à lei, aplica-se o disposto no Código Civil brasileiro, ou seja, o negócio jurídico em questão é nulo de pleno direito.³⁷ Igual entendimento tem a doutrina³⁸ e a jurisprudência administrativa³⁹ sobre o tema.

Cabe, portanto, no caso concreto, a verificação pelo aplicador da lei de elementos que indiquem que o antigo controlador recebeu ou receberá remuneração pela transferência do controle a terceiro.⁴⁰

36. “Na fraude a lei, portanto, o agente procede formalmente de acordo com a lei (‘salvas as palavras da lei’), mas contrariando o seu espírito” (Erasmo Valladão França e Edmur Nunes Pereira Neto, “Sociedade anônima – Fraude à lei – Alteração dos estatutos com o intuito de evitar que os acionistas preferencialistas adquiram direito de voto às vésperas de completar o terceiro exercício social sem o pagamento de dividendos – Abuso do poder de controle”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* 133/265).

37. Nos termos do disposto no inc. VI do art. 166 do Código Civil brasileiro: “É nulo o negócio jurídico quando: (...) tiver por objetivo fraudar lei imperativa”.

38. “Assim, só deverá exigir a oferta pública se a fusão, incorporação ou cisão, forem utilizadas como negócios indiretos destinados a fraudar a regra do art. 254-A” (Carlos Augusto da Silveira Lobo, *Direito das Companhias* (obra coletiva), 1ª ed., p. 2.014).

39. Processo CVM 2008/4.156.

40. Discorda-se parcialmente da opinião do Diretor Marcos Barbosa Pinto emitida no Processo CVM 2008/4.156, no sentido de que “caso venhamos (o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários) a nos deparar com incorporações de fachada, utilizando sociedades holding sem ativos operacio-

Tal pode se dar por diversas formas – todas lícitas em sua essência, a não ser que revestidas do *animus nocendi* – como a outorga de opção de compra de ações, celebração de contratos entre partes relacionadas, e assim por diante.

A possibilidade de fraude à lei imperativa não é privilégio do negócio jurídico da alienação de controle e não justifica, por si só, a interpretação proposta. Admiti-la equivale a cercear ao legítimo direito dos empresários de dimensionar suas atividades de acordo com o interesse social de suas companhias – a linha-mestra, aliás, que orienta toda sistemática da Lei das Sociedades por Ações. Em outras palavras, o reputado “*espírito da lei*” não admite a extensão da obrigação de oferta pública prevista no art. 254-A às operações de reestruturação societária.

5. Bibliografia

AMENDOLARA, Leslie. “O instituto do *tag along* e o espírito da lei”. *Valor Econômico*, 2.6.2009.

CLARK, Robert. *Corporate Law*. Little, Brown and Company, 1986.

COELHO, Fábio Ulhoa. “O direito de saída conjunta (*tag along*)”. In *Reforma da Lei*

nais e pagamentos em dinheiro disfarçados, deveremos aplicar a disciplina da fraude à lei, exigindo a realização da oferta pública”. Parece que o elemento caracterizador da fraude à obrigação de realização de oferta pública em decorrência de alienação de controle é o pagamento disfarçado ao antigo controlador. A incorporação de uma *holding* sem ativos operacionais (apenas com ativos financeiros), por sua vez, não descaracteriza o ato societário em questão, vez que não há obrigação legal no sentido da existência de ativos operacionais na incorporação. Além disso, e mais importante, tal ato não representa contraprestação em razão da aquisição do controle de determinada companhia, afinal, os ativos, operacionais ou não, são absorvidos exclusivamente pela sociedade incorporadora. Ausente o pagamento ao antigo controlador, não há sentido na aplicação do art. 254-A, como se demonstrou nesse artigo.

das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro, Forense, 2002.

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

_____. *Direito Empresarial*. São Paulo, Saraiva, 1990.

EIZIRIK, Nelson. “Ações preferenciais. Não pagamento de dividendos. Aquisição do direito de voto”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 144.

FRANCO, Vera Helena de Mello. “OPAS – Estado atual da questão”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 144.

FRANÇA, Erasmo Valladolid, e PEREIRA NETO, Edmur Nunes. “Sociedade anônima – Fraude à lei – Alteração dos estatutos com o intuito de evitar que os acionistas preferencialistas adquiram direito de voto às vésperas de completar o terceiro exercício social sem o pagamento de dividendos – Abuso do poder de controle”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 133.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociedade anônima. Reorganização societária. Alienação de ações. Alienação de controle direta e indireta: incoerência. Inaplicabilidade do art. 254 da Lei das Sociedades Anônimas”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 45, jul.-set./2009.

LAMY FILHO, Alfredo, e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A*. vol. I – *Pressupostos e Elaboração*. Rio de Janeiro, Renovar, 1995.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Direito das Companhias* (obra coletiva). 1ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 2009.

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

