



UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

VINICIUS MOREIRA PÁDUA

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES MANDATÓRIA NO
CASO DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE**

São Paulo
2016

VINICIUS MOREIRA PÁDUA

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES MANDATÓRIA NO
CASO DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à Faculdade de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie
como requisito parcial à obtenção de grau
de Bacharel em Direito.

ORIENTADORA: Profa. Thaís Cintia Cárnio

São Paulo
2016

VINICIUS MOREIRA PÁDUA

OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES MANDATÓRIA NO CASO DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à Faculdade de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie
como requisito parcial à obtenção de grau
de Bacharel em Direito.

Aprovado em

BANCA EXAMINADORA

Agradeço aos meus pais pelo apoio, incentivo e ensinamentos durante toda a jornada acadêmica e, principalmente, na jornada da vida.

Se as coisas são inatingíveis... ora!
Não é motivo para não querê-las...
Que tristes os caminhos, se não fora
A presença distante das estrelas
Mário Quintana

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo a análise da oferta pública de aquisição de ações mandatória quando da ocorrência da transferência de controle mediante alienação de participação acionária em companhias de capital aberto. Nesse sentido serão analisados, por exemplo, os artigos 254-A e 116 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 361 de 05 de março de 2002. Dessa forma, serão definidos os conceitos de controle no direito societário brasileiro, bem como a definição de alienação de controle, propriamente dita. Será demonstrada a evolução histórica dos dispositivos que regulam a oferta pública de ações, além da definição da oferta pública inicial e de oferta subsequente, caracterizando os dois tipos de oferta possíveis no mercado de capitais brasileiro. Adicionalmente serão expostos casos concretos analisados pelo colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, no sentido da identificação da alienação de controle que enseja a oferta pública de aquisição de ações de forma mandatória. Será concluído no sentido da análise da efetiva caracterização da transferência de controle por meio de alienação de participação acionária e qual a melhor forma de proteção aos acionistas minoritários.

Palavras-chave

Controle. Oferta. Alienação. Transferência.

Abstract

This work aims to analyze the mandatory public offering for acquisition of shares upon the occurrence of the control transfer by sale of equity in public held companies. Will be analyzed, for example, articles 254-A and 116 of Law 6.404 of December 15, 1976 and the Instruction of Comissão de Valores Mobiliários nº 361 of 05 March 2002. Thus, will be defined the concepts of control in the Brazilian corporate law and the definition of transfer of control, itself. It will be shown the historical evolution of legal provisions that regulate the public offering and the definition of the initial public offering and follow on, characterizing the two public offers in the Brazilian capital market. In addition, will be exposed real cases examined by the joint committee of the Comissão de Valores Mobiliários, to identify the control sale which entails the mandatory public offering for acquisition. It will be concluded with the analysis of the effective characterization of the control transfer through sale of equity interest and the best way of protection of minority shareholders.

Key words

Control. Offering. Alienation. Transfer.

SUMÁRIO

Introdução.....	9
1. Histórico da OPA no Brasil.....	11
2. A OPA mandatória e seu requisitos.....	17
2.1. Conceito de poder de Controle.....	17
2.1.1. Modalidades de Controle.....	18
2.1.1.1 Controle interno.....	18
2.1.1.2. Controle externo.....	21
2.2. Aquisição do poder de controle.....	21
2.3. Alienação de controle.....	22
2.4. O Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA....	27
3. Procedimento da OPA.....	29
4. Espécies de OPA.....	30
4.1. OPA voluntária.....	30
4.2. OPA para aquisição de controle.....	31
4.3. OPA concorrente.....	31
4.4. OPA para cancelamento de registro de companhia aberta.....	32
4.5. OPA por aumento de participação.....	33
5. Ofertas Públicas.....	34
5.1. Oferta Pública Inicial - IPO.....	34
5.1.1. Conceito.....	34
5.1.2. O Novo Mercado.....	34
5.1.3. O advento da Instrução CVM 476.....	35
5.2. Oferta Subsequente - <i>Follow-on</i>	37
6. A obrigatoriedade ou não da OPA à luz de casos concretos.....	38
6.1. Caso Usiminas.....	39
6.2. Caso Aracruz.....	41
6.3. Caso Copesul.....	42
6.4. Caso Companhia Brasileira de Distribuição.....	45

Conclusão..... 48

Referências bibliográficas

Introdução

A economia brasileira passou por um momento de ascensão entre os anos 2004 e 2012. Nesse período, mais de 140 companhias abriram seu capital na BM&FBOVESPA. Sendo que no ano de 2016 existem cerca de 500 companhias de capital aberto no Brasil listadas na referida bolsa de valores.¹

Entretanto a economia nacional passa por um momento de instabilidade, desacelerando o mercado de capitais e o mercado financeiro. Diante desse cenário de instabilidade, é cada vez mais comum que essas companhias passem por reorganizações societárias. Sendo assim, partir dessas reorganizações surgem as chamadas alienações de controle de companhias, seja de capital aberto (ênfoque do presente trabalho) ou companhias de capital fechado.

Ocorre que, mediante a alienação, como forma de proteção aos acionistas minoritários, surge a obrigatoriedade da realização de oferta pública de ações.

Essa espécie de oferta pública é alvo de discussões na doutrina, no que concerne a definição da caracterização de “alienação de controle”. Tal assunto também é objeto de discussão na Comissão de Valores Mobiliários, em suas decisões sobre a obrigatoriedade ou não desse instituto.

Dessa forma o presente trabalho tem como objetivo a análise da oferta pública de aquisição de ações mandatária quando da ocorrência da transferência de controle mediante alienação de participação acionária em companhias de capital aberto à luz do artigo 254-A da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, principalmente no que concerne a alienação de controle, propriamente dita.

Para tanto é necessário apresentar a evolução histórica dos dispositivos que, atualmente, regulam o instituto da oferta pública de aquisição de ações mandatária. É

¹ Banco de dados disponível em <http://ri.bmfbovespa.com.br/>. Acesso em 08 out 2016.

de suma importância, para discussão da alienação de controle, abordar o conceito de controle na legislação brasileira.

Adicionalmente serão apontadas as espécies de oferta pública no Brasil, quais sejam, a oferta pública inicial e a oferta subsequente de ações, bem como parte de do procedimento de sua realização.

No mérito do trabalho, serão analisados à luz de casos concretos da Comissão de Valores Mobiliários, os conceitos expostos durante todo o desenvolvimento, a fim de identificação do que tem sido considerado alienação de controle, resultando assim em oferta pública mandatória, ou o que é considerado mera alienação de participação acionária e consolidação no bloco de controle.

Por fim será apresentada a síntese na conclusão sobre a caracterização da transferência de controle por meio de alienação de participação acionária em companhias de capital aberto e qual seria o melhor entendimento a fim de proteção aos acionistas minoritários.

1. Histórico da OPA no Brasil

O controle de uma companhia aberta pode ser alienado através de negociação entre o controlador, o qual figura como alienante, e o adquirente do poder de controle, conforme será exposto adiante no presente trabalho. Mediante essa alienação, o bloco de ações é transferido, e conseqüentemente, o controle da companhia. Dessa forma, aqui são definidos a quantidade de ações, preço de aquisição, dentre outras características.

O objeto deste trabalho reside na necessidade da realização de oferta pública de aquisição de ações, doravante denominada OPA, quando da alienação do controle de uma companhia aberta. Esse instituto é uma forma de proteção aos acionistas que detém participação mínima na sociedade, os chamados minoritários, pois confere a eles o direito de se retirar da sociedade em conjunto com o alienante. Esse instituto existente no ordenamento jurídico brasileiro tem inspiração na legislação estrangeira, como será exposto a seguir.

Não existia em nenhum ordenamento jurídico no mundo regulamentação que impusesse regras sobre a alienação e aquisição do bloco de ações de uma companhia. Essa falta de regulamentação gerava uma enorme insegurança jurídica, já que o adquirente poderia adotar a regra que mais lhe conviesse para realizar a aquisição do controle.

A partir dos anos 1960 inicia-se nos Estados Unidos da América e na Grã-Bretanha, um cenário de tomadas hostis do poder de controle de companhias abertas. Essas tomadas hostis eram realizadas por meio de ofertas públicas de aquisição sem nenhuma regulamentação até aquele momento.

Nesse cenário surge o chamado “mercado de controle societário”, conforme ensina Roberta Prado:

Surge com isso, na prática, o que alguns autores estrangeiros denominaram de “mercado de controle societário”, mercado este cujo objeto não se

restringe aos negócios com ações de emissão de companhias abertas e engloba a tomada hostil do poder de controle. Esse mercado passa a ter relevância, aos olhos da doutrina, na medida em que se lhe atribui função jurídico-econômica própria, distinta da função do mercado de capitais, visto fundamentalmente como meio de financiamento das grandes companhias²

Nesse cenário começam a surgir de forma incipiente regulamentos que dispõem sobre alienação de controle. Surge no ordenamento jurídico inglês, no fim dos anos 60, o *City Code*. Em tal códex estabeleceu-se a imposição de oferta destinada aos acionistas que não detinham o controle da companhia em razão de sua alienação com o objetivo claro de equiparar os benefícios e oportunidades dos minoritários e do alienante.

Essa ideia de equiparação dos direitos entre minoritários e controlador alienante é proveniente do ordenamento jurídico francês. Nesse ordenamento, contemporâneo ao *City Code*, nasce a obrigação dos acionistas minoritários terem a faculdade de venda de suas ações na ocorrência de uma operação de alienação de controle.

Nesse sentido, foi estabelecida a obrigatoriedade da realização de oferta pública quando da ocorrência de venda de ações que resulte na alienação do controle da companhia. Essa regra geral foi estabelecida na Diretiva Europeia 2004/25/CE¹, conferindo a cada país o conceito de controle e a consequente obrigatoriedade de realização da oferta pública.

No ordenamento jurídico brasileiro, surgiu a necessidade de regularização do chamado prêmio de controle quando da elaboração da atual Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades por Ações”). Antes da entrada em vigor da referida lei, as relações societárias eram reguladas pelo Decreto lei 2.627, de 26 de setembro de 1940, a qual não regulava sobre a existência de um acionista controlador, tampouco sobre o pagamento de um prêmio no caso de alienação ou aquisição das ações que resultavam no controle da companhia.

² Prado Nioac, Roberta. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. - Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 46/47

Na esteira dos autores dos anteprojetos da Lei das Sociedades por Ações, o prêmio de controle na época seria devido aos controladores que alienavam sua participação, no sentido de que “controle não é patrimônio da companhia, sendo a socialização do prêmio de controle, portanto incompatível com o conceito individual de propriedade”.³

Entretanto, nesse cenário, surge um problema de abuso de controle, alterando o panorama existente da Lei das Sociedades por Ações, conforme nos ensina Paulo Eduardo Penna:

No entanto, abusos praticados por controladores no processo de concentração bancária, sobretudo na década de 1960, levaram o Congresso Nacional, por meio da notória Emenda Lehmann, a incluir no projeto que veio a se transformar na LSA o art. 254, impondo ao adquirente do controle de companhias abertas o dever de realizar oferta pública para a compra das ações dos minoritários. O direito atribuído aos minoritários de vender suas ações ficou conhecido por *tag along right* ou direito de saída conjunta.⁴

Surge assim, na Lei das Sociedades por Ações, o já revogado artigo 254, que colocou o acionista controlador e os acionistas minoritários em situação de equiparação, conforme transcrito a seguir:

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

Vigente por cerca de 20 anos, proveniente da Emenda Lehmann, o referido artigo preconizou a denominada socialização do prêmio de controle, sendo assim:

[...] como observou José Washington Coelho – consiste em determinar que a alienação de controle de companhia aberta depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários, a qual deverá zelar para que seja assegurado o tratamento equitativo aos acionistas minoritários, mediante oferta pública para aquisição de ações. Nesta, caso o número de ações

³ Penna, Eduardo, Alienação de Controle de Companhia aberta – disponível em <http://www.loboeibeas.com.br/archives/3639>, acesso em 27 set 2016

⁴ Idem, ibidem,

ofertadas, inclusive dos majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio. O mecanismo objetiva igualar os valores das ações na hipótese de venda, sem distinguir entre as dos acionistas controladores e as dos não-controladores⁵

A opinião dos doutrinadores e legisladores à época é de que o objetivo da referida regulamentação era dos melhores, já que visava a proteção aos acionistas minoritários. Durante sua vigência, sua aplicação foi complementada pela Resolução n. 401/1976, do BACEN, que ocasionou “profundas modificações na matéria, sendo as principais, a exclusão dos preferencialistas do direito de receberem, por suas ações o mesmo preço recebido pelos controladores [...]” (LUCENA, 2012, p. 937).

Durante esse período, após algumas polêmicas doutrinárias e legislativas decorrentes desse dispositivo, surge o denominado Projeto Kandir, com o objetivo de reformar o artigo 254. Necessidade essa de reforma, explicada por Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik:

A intenção de proteger os minoritários através desse dispositivo (art. 254), porém, produziu efeitos opostos aos pretendidos pelos legisladores. A razão é simples. A oferta pública impõe a quem queira adquirir o controle acionário uma obrigação adicional. Ao desembolso referente à aquisição do controle soma-se uma segunda necessidade de dispêndio, neste caso em favor dos minoritários. Ora, em geral a alienação de controle se faz necessária no caso de empresas em dificuldade, necessitadas de aporte de capitais. É evidente que a necessidade de injeção de capital na empresa adquirida conflita frontalmente com a obrigação de fazer oferta pública aos acionistas minoritários, da qual resultará dispêndio de recursos não revertidos em favor da capitalização da empresa adquirida.⁶

Dessa forma, a Lei nº 9.457/1977 derogou o artigo 254, bem como os parágrafos 1º e 2º, do artigo 255, eliminado, dessa forma, a OPA obrigatória, decorrente de alienação de controle, de aquisição de ações dos minoritários, ao mesmo preço que foi pago ao acionista controlador.

O cenário do país na época da edição da lei, era de constantes privatizações de companhias do setor público. Dessa forma, alguns doutrinadores destacam o viés político da lei e o intuito de beneficiar a União, “permitindo que o

⁵ Coelho, José Washington in Lucena, José Waldecy, Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300), Vol. 3, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p.832

⁶ Carvalhosa, Modesto, Eizirik, Nelson, A Nova Lei das S/A, p. 386 in Lucena, José Waldecy, Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300), Vol. 3, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p.837.

Governo Federal se apropriasse de todo o sobrepreço que seria pago na venda de tais companhias a investidores privados”⁷.

Entretanto, a falta de obrigatoriedade gerou uma insegurança muito grande no processo de alienação de controle, conforme explica Nelson Eizirik:

No período em que não havia obrigatoriedade de se estender aos minoritários os valores pagos em virtude da transferência de controle foram realizadas diversas operações em que eram pagos ágios substanciais ao alienante do poder de controle, enquanto os minoritários recebiam, em ofertas voluntárias formuladas pelo novo controlador, preços significativamente mais baixos.⁸

Dessa forma mediante o fracasso do sistema implementado após a revogação do artigo 254, defendeu-se a elaboração de uma forma de proteção aos acionistas minoritários a fim de cessa essa insegurança. Editou-se, assim, a Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que trouxe novamente, a obrigatoriedade da realização de OPA no caso de alienação de controle de companhia aberta.

Essa regulamentação é traduzida por meio do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, cujo *caput* é 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.

Sendo assim, é mister ressaltar a diferença diante dessa evolução legislativa, no sentido de que no sistema anterior, o adquirente do controle era obrigado a oferecer aos minoritários as mesmas condições estipuladas com o controlador alienante, já no sistema atual, aquele deve oferecer as minoritários preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle, afastando a igualdade anteriormente prevista, conforme expõe Eizirik:

Dessa forma, não se restaurou o princípio do tratamento igualitário contido, originalmente, no artigo 254, mas, ao contrário, consagrou-se expressamente a atribuição de um valor econômico ao bloco de controle da companhia aberta, justificando-se, pois, que as ações que integra tal bloco receberam

⁷ Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada, v. IV – 2ª Ed – artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.317.

⁸ Idem, ibidem.

um preço superior ao dos acionistas minoritários, por ocasião de sua alienação⁹

Diante do exposto é possível concluir que a evolução do instituto teve como objeto a proteção aos minoritários.

Dessa forma, exposta a evolução histórica da OPA no Brasil, será exposto a seguir a OPA mandatória e seus requisitos, abordando o conceito de controle e formas.

⁹ Idem, p. 318

2. A OPA mandatória e seus requisitos

Conforme já exposto no presente trabalho a OPA é obrigatória quando da alienação de controle de uma companhia aberta. Sendo assim é mister ressaltar os conceitos de aquisição e alienação de controle para fins do artigo 254-A e qual a definição de controle, bem como suas modalidades, no direito pátrio.

2.1. Conceito de poder de controle

Poder de controle é “o poder supremo da estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador – titular da maioria pré-constituída dos votos na Assembleia Geral”¹⁰. Tal conceito encontra amparo legal no artigo 116 da Lei das Sociedades por Ações:

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.

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

A partir da edição do conceito presente no artigo 116, foi abandonado o critério antes exigido pelo Decreto Lei nº 2.627, de 1940, que exigia mais de cinquenta por cento do capital votante para que o acionista fosse considerado controlador. Sendo assim, fica definido que o acionista ou grupo de acionistas passa a controlar a companhia sem a exigência do critério quantitativo.

É possível afirmar que o objetivo de qualificar o controlador com os requisitos do artigo acima “foi possibilitar sua responsabilização pelos atos abusivos

¹⁰ Pedreira, José Luiz Bulhões; Lamy Filho, Alfredo. Estrutura da companhia. In: Lamy Filho, Alfredo; Pedreira, José Luiz Bulhões (Coords). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 1, p. 823.

eventualmente praticado no exercício do poder de controle”¹¹. Na esteira de Nelson Eizirik, foi uma forma de evitar a diluição da responsabilidade, já que antes da edição desse artigo, o entendimento era de que prevaleciam as decisões tomadas pela comunhão dos acionistas em assembleias gerais. Surge assim, a figura do *stakeholder*, aquele que assume responsabilidades frente aos outros grupos da companhia que não exercem o poder de controle, criando uma relação de fidúcia.

Para compreensão do conceito ora apresentado é mister citar a influência do economista Gardiner C. Means e o advogado Adolf A. Berle Jr., os quais, no final de 1920, na Universidade de Columbia, fizeram um estudo sobre a mudança na propriedade das grandes indústrias na economia norte-americana. A partir desse estudo, que resultou na obra “A moderna sociedade anônima e a propriedade privada”, Berle e Means afirmavam que a Sociedade Anônima permitiu a dissociação entre capital aportado em uma certa atividade e o poder diretivo desta, ou seja, permite que um indivíduo controle uma atividade econômica e não disponha dos recursos para sua implementação.

2.1.1. Modalidades de Controle

2.1.1.1. Controle interno

O controle interno é aquele exercido por um titular que atua no interior da própria companhia, fundando-se de forma exclusiva na sua posição acionária, ou seja, é aquele “decorrente da titularidade de ações votantes de emissão da companhia em número que possibilite a seu titular dirigi-la nos termos do já citado art. 116 da LSA”¹². Dessa forma, a alienação do controle, ou sua cessão onerosa, tem ligação direta com as deliberações dos órgãos internos da companhia.

Dessa forma, na esteira de Berle e Means, surgem as espécies abaixo de poder de controle, em razão da dissociação entre propriedade acionária e poder de controle:

(a) Controle totalitário, aquele em que as ações com direito a voto encontram-se quase totalmente concentradas em um único acionista, como preconiza Rubens Requião “é o ideal, para o direito e para a empresa, pois demonstra o alto grau de

¹¹ Eizirik, Nelson, Direito Societário – Estudos e Pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 1, p. 414

¹² Prado Nioac, Roberta. Op. cit., p. 131

recíproca confiança e colaboração entre os acionistas (...)"¹³. É a pura manifestação da *affectio societatis*;

(b) Controle majoritário, característico da dissociação mencionada no estudo de Berle Jr. e Means, é definido pela detenção da maioria do capital votante por acionista ou grupo de acionistas, impondo suas decisões a grupo de acionistas minoritários. Nesse sentido, expõe Rubens Requião que:

essa circunstância enseja problemas mais sérios, pois o antagonismo entre o grupo majoritário e o minoritário leva à luta acirrada quando o primeiro pode transformar o poder legal nas assembleias gerais em absolutismo, tiranizando a minoria, negando, por exemplo, a distribuição de lucros e elevando abusivamente, em compensação seus honorários¹⁴

(c) Controle minoritário, é exercido por acionista ou grupo que, mesmo possuindo uma participação acionária minoritária, está em posição de controle da empresa, devido à grande dispersão acionária desta. Caracterizado por combinações de empresas, como holdings, é uma modalidade pouco utilizada no Brasil, sendo característico da Comunidade Econômica Europeia. Sendo assim, mesmo sem deter a maioria do capital votante pode tornar-se controlador. Dessa forma

(...) caracteriza-se quando, dada a dispersão das ações da companhia no mercado, um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante, uma vez que nenhum outro acionista ou grupo está organizado ou detém maior volume de ações com direito a voto¹⁵

No sistema brasileiro, prevalece o controle majoritário, são poucas companhias que vislumbram o controle minoritário.

Mesmo que uma sociedade anônima listada no mercado de valores mobiliários tenha suas ações dispersas, estas serão, na grande maioria das vezes com exceção das companhias que estão listadas no Novo Mercado da BM&F Bovespa que devem ter o capital social integralmente representado por suas ações ordinárias, ações preferenciais, ou seja, sem direito a voto, sendo que as ações com direito a voto, as ordinárias, estarão, neste caso, de forma majoritária com os controladores, uma vez que no Brasil a emissão de ações no mercado é tida, principalmente, como uma forma de capitalizar a companhia¹⁶

¹³ Requião, Rubens. Curso de Direito Comercial. V.2, 29ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 183

¹⁴ Idem, Ibidem

¹⁵ Eizirik, Nelson; Gaal A. B.; Parente, F.; Henriques, M. F. Mercado de capitais: regime jurídico. 3ª ed ver e atual. Rio de Janeiro: Renova, 2011. p. 396

¹⁶ Eustaquio, Luiz Felipe Moreira. Oferta Pública de Ações para Cancelamento de Registro de Sociedade Anônima Aberta – Fechamento do Capital Social, in Revista dos Tribunais, vol 932, 2013, p. 177

Adicionalmente, os dois estudiosos apontam a existência do controle gerencial. Este ocorre quando há uma dispersão muito grande das ações e nenhum acionista ou grupo exercem o poder de controle. Neste caso, é delegado o poder aos administradores e diretores devido à dificuldade de utilização do poder de controle pelos acionistas. Nos ensinamentos de Eizirik:

(...) nenhum acionista tem condições de, em caráter permanente, eleger a maior parte dos administradores e impor a sua vontade nas deliberações da assembleia geral da companhia, não existindo, assim, os elementos exigidos pelo art. 116 da lei das AS, para a caracterização do acionista controlador.¹⁷

Em adição as consagradas modalidades identificadas por Berle e Means, é mister ressaltar as seguintes classificações:

(a) Poder de controle direto: aquele no qual o controlador é o titular das ações com direito a voto, pode ser majoritário, quando concentra cinquenta por cento mais uma das ações ou minoritário, quando a participação não ultrapassa cinquenta por cento das ações, até mesmo conjunto, conforme definido abaixo.

(b) Poder de controle indireto: aquele no qual o controlador não é o titular das ações com direito a voto da companhia, “ou seja, o controle indireto é aquele exercido por meio de pessoa interposta entre o acionista controlador e a companhia controlada, e dá-se, via de regra, pela sociedade *holding*”.¹⁸

(c) Poder de controle individual: aquele que, seja direto ou indireto, é exercido por uma única pessoa, física ou jurídica, detentora de participação majoritária ou minoritária do capital votante da companhia.

(d) Poder de controle conjunto: aquele exercido por mais de um acionista por meio de acordo de acionistas, seja pessoa física ou jurídica. Sendo assim, determinam o efetivo exercício do controle, por meio de um pacto:

O acordo de acionistas é um pacto firmado entre acionistas, titulares de participação votante da emissão da companhia, pessoas físicas ou jurídicas, que, individual e isoladamente, não detêm direitos de sócio suficientes a lhes assegurarem a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral da companhia e o poder de eleger a maioria os seus administradores. No entanto, vinculadas por acordo de votos, consubstanciam tal prerrogativa, garantindo e assegurando o efetivo exercício do controle da companhia.¹⁹

¹⁷ Eizirik, Nelson; Gaal A. B.; Parente, F.; Henriques, M. F. Op. Cit. p. 397

¹⁸ Prado Nioac, Roberta. Op. Cit. p. 144

¹⁹ Idem, p. 159

2.1.1.2. Controle externo

O poder de controle externo é o exercido poder meio distinto a voto, sendo assim é exercido por uma influência estranha à estrutura interna da sociedade. Essa modalidade é traduzida da seguinte forma por Marcela Blok:

(...) a influência dominante que alguém, fora da sociedade, exerce sobre ela, os quais, mesmo não sendo sócios ou de qualquer forma não estejam vinculados estatutariamente à sociedade, detêm influência, por vezes apenas contratual, como nos casos do bancos e financiadores, de limitar e até mesmo impedir que determinada sociedade faça ou deixe de fazer qualquer atividade sem antes pedir permissão ou seguir as obrigações impostas por esse sujeito que reside fora do seio social²⁰

Dessa forma, é o controle caracterizado por influência externas ao cotidiano societário da companhia. É possível concluir assim que não se trata de uma forma de controle, mas sim de um processo de influência sobre o controle.

É frequente observar essa modalidade de controle em situações de endividamento das companhias, onde o direito desse direito à crédito “o credor passa, muitas vezes, a dominar a devedora comandando a sua exploração empresarial”²¹

2.2 Aquisição do poder controle

O controle da companhia, já exposto acima, pode ser adquirido, alienado e sendo assim, transferido. São formas de aquisição de controle:

(a) Aquisição originária de controle: nessa forma de aquisição o acionista controlador adquire ações que antes não compunham um bloco de controle, ou pertenciam a um acionista controlador, dessa forma verifica-se uma formação de um controle anteriormente inexistente, ou seja, há um adquirente, mas não um alienante; e

(b) Aquisição derivada: nessa forma de aquisição ocorre a transferência de um controle existente a um novo controlador, por meio de uma alienação, devendo ser observado o artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, conforme será explicado a seguir.

²⁰ Blok, Marcela. Abuso de poder de controle do acionista controlador nas sociedades anônimas. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais nº 56, 2012. RDB 56/117

²¹ Comparato Konder, Fabio; Filho Salomão, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 4ª ed. ver e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense. p. 91

O foco do presente trabalho reside na aquisição derivada. Isso porque para que seja realizada essa forma de aquisição, deve haver uma alienação de controle, conforme exposto abaixo

2.3. Alienação de controle

Esta é a operação mediante a qual, o acionista ou grupo de acionistas que detém o poder de controle de uma companhia, aliena suas ações e, conseqüentemente, o controle da Companhia. Assim explica Nelson Eizirik:

A alienação de controle é uma operação de caráter privado decorrente de uma prévia negociação entre o acionista controlador alienante e o adquirente do controle acionário, na qual, entre outras condições, são estabelecidos contratualmente a quantidade de ações objeto de alienação e o preço que deverá ser pago por esse bloco de ações²²

Assim, o acionista que deseja vender sua participação, celebra com o adquirente um instrumento de cessão onerosa de suas ações, onde determina o valor, prazo e outras características da venda, após a prévia negociação com o adquirente.

É mister salientar que a alienação do controle nem sempre é caracterizada quando da simples cessão do bloco de ações, mas sim a transferência do controle efetivo da companhia. “Isso significa que a alienação de controle não decorre exclusivamente da venda de valores mobiliários emitidos pela companhia, mas pressupõe também, e necessariamente, a modificação do titular do poder sobre os negócios da companhia”²³.

Essa operação encontra amparo legal da Instrução CVM 361 e na Lei das Sociedades por Ações. O parágrafo 4º do artigo 29, da referida instrução estabelece que:

§4º 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 de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76

²²Eizirik, Nelson; Gaal A. B.; Parente, F.; Henriques, M. F. Op. Cit. p. 604

²³Comparato, Fabio Konder, Filho, Calix Salomão. Op. Cit. p. 252

Aqui fica evidente que a alienação não necessariamente é caracterizada por um simples instrumento que transfere o controle da companhia, mas também é possível que essa transferência seja realizada por meio de mais de uma operação. São casos que a CVM analisa e usualmente determina a realização de OPA, pois apesar de em um primeiro momento a alienação não caracterizar uma transferência de controle, a ideia inicial sempre foi transferi-lo com as operações subsequentes, o que será melhor explicado no capítulo a seguir. Deixando clara a intenção legislativa em

Sendo assim, é necessário observar que, para que seja realizada a alienação de controle em uma companhia aberta, deve ser observado o artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, que dispõe o seguinte:

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.

A OPA, conforme já explicado, realizada nos termos do artigo acima, é uma forma de proteção ao acionista minoritário. Nelson Eizirik salienta que

Tal procedimento destina-se a conferir a todos os acionistas de determinada companhia aberta a possibilidade de alienar as ações de sua propriedade em igualdade de condições, em situações que envolvam alterações significativas na composição acionária da companhia

Entretanto é necessário expor que não caracteriza obrigatoriedade de OPA a alienação parcial de controle, ou seja, quando novos acionistas ingressam em um bloco de controle já consolidado, conforme nos ensina Fábio Ulhoa Coelho

Não se encontra sob a égide do art. 254-A da LSA a alienação parcial do controle, assim entendida a operação de ingresso de novo ou novos acionistas no bloco de controle, desde que continue predominando, no interior deste, a orientação do anterior controlador. Não se encontra também sujeita à condição da oferta pública referida no dispositivo legal em

foco a venda de ações entre os membros do bloco de controle, exceto se isto significar mudança da orientação geral da companhia. (grifo nosso)²⁴

Sendo assim, conforme será exposto no capítulo 6, a CVM entende que a alienação parcial, não altera o *affectio societatis*, e, portanto, não afeta os minoritários. Dessa forma, o entendimento consolidado é de que não há que se falar em OPA nesses casos.

Dessa forma, a OPA busca tenta preservar a igualdade entre os titulares de ações e fornecer a transparência nas informações ao mercado, sempre buscando proteger os minoritários em caso de redução da liquidez das ações, conforme será melhor demonstrado no capítulo a seguir.

Diante da inteligência do dispositivo acima é necessário salientar que a alienação de controle e a cessão onerosa de controle possuem o mesmo significado e produzem o mesmo resultado. A alienação sempre presume uma venda, uma contraprestação pecuniária. Entretanto a cessão não é dotada dessa presunção, sendo assim é necessária que seja uma cessão onerosa para que seja enquadrada nos dispositivos acima. Ou seja, o substrato da norma legal, é a transferência onerosa do poder de controle da companhia.

Adicionalmente, o artigo 116 da Lei das Sociedade por Ações, não deve ser interpretado de forma automática para os casos de alienação de controle que ensejam OPA, conforme explicação do capítulo seguinte do presente trabalho. Assim expõe Nelson Eizirik:

(...) o artigo 116 da lei societária não pode servir de base para a interpretação de todos os casos de alienação de controle, visto que, em determinadas situações a aplicação automática do conceito de acionista controlador para se analisar se deve ser realizada a oferta pública prevista no artigo 254-A conduziria resultados equivocados²⁵.

Aqui é mister ressaltar que é possível realizar que não são apenas as ações com direito a voto da companhia que caracterizam o controle desta. Outro objeto de

²⁴ Coelho, Fábio Ulhoa, O Direito de Saída Conjunta (“Tag Along”), in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*, Jorge Lobo (coord.), Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 481

²⁵ Eizirik, Nelson, *Direito Societário – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 1 p. 416

cessão onerosa pode ser o direito de subscrição de valor mobiliários conversíveis em ações, porém, a simples aquisição desses valores não implica a transferência do controle. Conforme expõe Roberta Prado:

(...) é possível que um terceiro adquira tais valores mobiliários ou direitos de subscrição e não se torne acionista controlador, pois, por exemplo, não exerce esse direito de conversão das debêntures no momento oportuno, optando por resgatá-las. Nesta hipótese, não haveria alienação, ou mudança de controle e, portanto, não haveria sujeito ativo para realizar a OPA²⁶

Sendo assim, é possível concluir que ao realizar a alienação onerosa de valores mobiliários conversíveis em ações, para que seja caracterizada a alienação do controle, o comprador precisa exercer o direito a tal conversão.

Dessa forma, pode-se dizer que para que seja caracterizada a OPA, o principal requisito é a efetiva substituição do antigo controlador, alterando o cenário da companhia, conforme expõe Cantidiano:

[...] para que venha a ser exigida a apresentação da oferta pública de que trata o artigo 254-A da lei, é indispensável que um acionista da companhia, detentor de um bloco de ações ordinárias que asseguram o exercício do poder de controle, aliene as ditas ações a um terceiro, o qual, concluída a operação, **substituirá o antigo controlador, passando ele, adquirente, a exercer o poder de comandar os destinos da respectiva companhia.** (grifo nosso)²⁷

Adicionalmente, tal alienação pode ocorrer por meio de mais de uma operação. É um mecanismo utilizado pelas Companhias com o fim de não caracterizar a OPA. Sendo assim, um novo acionista pode surgir através de uma sucessão de operações, seja o surgimento de um novo grupo de controle, ou de um acionista isolado.

Outra característica imprescindível para que seja caracterizada a alienação de controle é a apresentação de um caráter oneroso, conforme expõe Carvalhosa:

Dois são os elementos fundamentais para que se caracterize a alienação do controle acionário, para os efeitos do presente art. 254-A: 1) que da operação, em seu conjunto, **e de uma só vez ou por etapas, resulte a presença de um novo acionista controlador ou de um grupo de controle (art. 118)**; 2) e que a transferência do controle, não importa a sua modalidade, apresente um caráter oneroso, ou seja, que em algum momento o antigo controlador ou

²⁶ Prado Nioac, Roberta. Op. Cit., p. 77

²⁷ Cantidiano, Luiz Leonardo. Trecho extraído de Texto publicado originalmente no Jornal Valor Econômico, ed. 13/06/2007

participante do bloco de controle receba alguma forma de remuneração (grifo nosso)²⁸

Sendo assim, a mera consolidação de controle não enseja OPA, conforme doutrina majoritária e a posição da própria CVM.

A simples mudança de posição dentro do bloco de controle, com a transferência de ações de um acionista para outro, sem que haja a alteração da vontade prevalecente dentro do grupo controlador, não configura alienação de controle, pois tal transferência de ações dá ensejo a uma mera consolidação de controle. Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários decidiu que **não fica caracterizada a obrigatoriedade de realização de oferta pública** na hipótese em que **2 (dois) acionistas exerciam o poder de controle de forma absolutamente paritária**, sem que qualquer um deles prevalecesse e um deles vende sua participação para outro. Pelas mesmas razões, também **não configura alienação de controle**, para os efeitos deste artigo, a hipótese em que um **terceiro**, que não integrava originalmente o grupo controlador, **adquire apenas parte das ações integrantes do bloco de controle, não assumindo uma posição predominante dentro do grupo anteriormente constituído.** Nesse caso, não estará configurada a alienação de controle da companhia, mas uma simples transferência de ações integrantes desse bloco (grifo nosso).²⁹

É importante ressaltar que talvez a quantidade de ações não importe a quantidade de ações adquiridas. Isso porque, mesmo que um acionista venha a adquirir ações que, em tese, caracterizariam o controle da companhia, quando o acordo de acionistas o coloca em posição de equidade com os demais acionistas, não resta caracterizada a alienação de controle, conforme expõe Paulo Eduardo Penna:

A rigor, **não importa a quantidade de ações do bloco de controle adquiridas pelo novo integrante proporcionalmente às demais ações que formam o bloco ou mesmo em relação à totalidade das ações votantes de emissão da companhia.** O novo integrante do grupo controlador **pode ter adquirido uma posição majoritária no bloco ou até mesmo no âmbito da companhia, porém, por força do arranjo de forças estabelecido no acordo de acionistas, estar em posição paritária ou até mesmo subordinada** em relação aos demais participantes do grupo. **Esta hipótese não caracterizará uma alienação de controle.** (grifo nosso)³⁰

²⁸ Carvalhosa, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, 3ª ed, São Paulo: Saraiva, 2003, pg. 166

²⁹ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume IV – 2ª Edição revista e ampliada – Artigos 206 ao 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pág. 324

³⁰ PENNA, Paulo Eduardo, Alienação de Controle de Companhia Aberta, São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 114

2.4. O Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

No que tange, ao controle, o Regulamento do Nível 2 da BM&FBOVESPA traz a regra interessante, quando de sua alienação, visando a proteção ao acionista minoritário.

No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de tag along de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.³¹

Sendo assim, nos termos do Capítulo VIII do Regulamento do Nível 2, 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 resolutive, de que o Investidor se obrigue a efetivar a oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e no Regulamento do Nível 2, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.

Para tanto, seguem os termos utilizados por tal regulamento:

(a) “Alienação de Controle da Companhia” significa a transferência a terceiro, a título oneroso, das ações de controle, conforme entendimento acima.

(b) “Ações de Controle” significa o bloco de ações que assegura, de forma direta ou indireta, ao(s) seu(s) titular(es), o exercício individual e/ou compartilhado do poder de controle da companhia, entendimento em linha com o já exposto.

(c) “Poder de Controle” significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente de participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital

³¹ Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-2/ - acesso em 04 out 2010

votante. Aqui talvez é o alvo de maior discussão doutrinária, pois conforme já explicado, nem sempre o número de ações reflete o poder efetivo de dirigir as atividades sociais, sendo assim alvo de polêmica na CVM.

A OPA também será exigida: (i) quando houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que venha a resultar na Alienação do Controle da Companhia; ou (ii) em caso de alienação de controle da sociedade que detenha o Poder de Controle da Companhia, sendo que, neste caso o Acionista Controlador Alienante ficará obrigado a declarar à BM&FBOVESPA o valor atribuído à Companhia nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor.

A OPA também deverá ser realizada para os detentores das ações preferenciais emitidas pela Companhia, no mesmo valor oferecido aos detentores de ações ordinárias e nas mesmas condições.

Aquele que vier a adquirir o Poder de Controle da Companhia em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o acionista controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do poder de controle, devidamente atualizado até a data do pagamento. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o adquirente realizou aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.

3. Procedimento da OPA

O Procedimento da OPA, tem fulcro na instrução CVM 361, de 05 de maio de 2002, bem como na Lei das Sociedades por Ações. Aqui é importante lembrar que Independentemente de ser mandatária ou voluntária, as OPA devem observar os procedimentos gerais estabelecidos na referida instrução, no que se refere, dentre outros assuntos, aos princípios gerais, instrumento de OPA formas pela qual irá se proceder a liquidação financeira, intermediação, avaliação, publicação e o leilão. São os principais pontos de seu procedimento:

(a) intermediação de instituição financeira: a OPA deve ter a intermediação de instituição corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira que possua carteira de investimentos, a qual é responsabilizada pelas informações prestadas ao mercado e à CVM;

(b) destinatário da oferta: a OPA sempre terá como destinatário os titulares de ações de mesma espécie e classe daquelas que são objeto da respectiva oferta, sendo certo que deve ser realizada de maneira a assegurar tratamento igualitários aos destinatários, conforme já exposto no presente trabalho. O ofertante da OPA deve guardar sigilo até a sua divulgação ao mercado;

(c) liquidação financeira: no que concerne a liquidação financeira, a oferta pode ser classificada como **(i)** de compra, quando o pagamento ocorrer em moeda corrente; **(ii)** de permuta, quando o proponente da oferta oferece o pagamento em valores mobiliários; ou **(iii)** mista, na hipótese de proceder o pagamento em dinheiro e parte em valores mobiliários. É possível também que ocorra a oferta pública alternativa, na qual os destinatários podem escolher a forma de liquidação. É importante lembrar que apenas as OPA obrigatórias estão sujeitas a registro na CVM, ou as voluntárias quando de permuta;

(d) preço da OPA: quando a oferta for realizada pelo controlador, administrador pessoa a eles vinculadas ou pela companhia deverá ser elaborado laudo de avaliação da companhia alvo, excetuando-se quando a OPA for realizada em razão de alienação de controle, objeto do presente trabalho. O referido laudo pode estabelecer valores

máximo e mínimo, sendo que a diferença entre eles não pode variar mais que dez por cento;

(e) instrumento de OPA: as condições estabelecidas para a oferta serão formalizadas em um documento, denominado o instrumento de OPA. Deve ser descrito nesse instrumento as características da oferta, qual sejam: **(i)** o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo; **(ii)** o preço e as condições de pagamento; **(iii)** a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado; **(iv)** o procedimento que deverá ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar a sua aceitação e efetivar a transferência das ações; **(v)** o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 (vinte) dias; **(vi)** informações sobre o ofertante. Tal documento será celebrado entre o ofertante e a instituição que intermediar a oferta, sendo certo que referido documento deverá ser publicado na forma de edital; e

(f) leilão: a OPA será efetivada em leilão no prazo máximo de 45 dias e mínimo de 30 dias contados da data de publicação do edital, a ser realizado na BM&FBOVESPA ou no respectivo mercado de balcão organizado em que as ações objeto da referida oferta possam ser negociadas. Tem como principal objetivo a elevação do preço durante o leilão, elevação essa que deve ser repassada a todos os acionistas que aceitaram os lances anteriores, permitindo a interferência de compradores diferentes dos iniciais na oferta.

4. Espécies de OPA

Além da OPA por alienação de controle, objeto do presente trabalho, o direito societário brasileiro possui as seguintes espécies de OPA

4.1. OPA voluntária

Aquela que tem como objetivo a aquisição de ações de uma companhia aberta, quando não for necessário observar os requisitos da OPA mandatória.

4.2. OPA para aquisição de controle

Essa espécie é característica quando um adquirente faz uma oferta objetivando a aquisição de controle de uma companhia de capital pulverizado, ou seja, aquela que não possui um controlador ou bloco de controle único, dessa forma a oferta é destinada à aquisição de ações de um grupo dissipado de acionistas. Tal oferta é regulada pelo artigo 257 da Lei das Sociedades por Ações, a seguir transcrito:

Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

§ 1º Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 2º A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável.

§ 3º Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle.

Sobre essa espécie, aduz Roberta Prado que seu objetivo é:

[...] melhorar as condições de desenvolvimento do mercado de controle societário, proteger os investidores de ofertas inidôneas, proporcionando-lhes um maior acesso às informações referentes à operação e garantindo que todos os acionistas minoritários da companhia recebam tratamento igualitário na alienação das ações de sua propriedade.³²

4.3. OPA concorrente

Aquela realizada por um terceiro que não seja o adquirente ofertante ou qualquer pessoa que seja a ele vinculada. O objeto dessa oferta tem por objeto as ações de uma oferta que já tenha sido requerido o registro na CVM, ou por aquela que esteja em curso e seja dispensada de registro. Essa espécie de OPA observa as regras da OPA com que concorre.

³² Prado, Roberta Nioac. Op. Cit., p. 66

4.4 OPA para cancelamento de registro de companhia aberta

Quando do cancelamento de registro de companhia aberta, ou seja, no seu fechamento de capital, a legislação societária criou uma proteção aos acionistas minoritários, a OPA. Sendo assim a condição de fechamento de capital de uma companhia aberta é uma oferta pública objetivando a aquisição da totalidade das ações em circulação no mercado. Dessa forma, aqueles acionistas que, involuntária e inesperadamente, tornaram-se sócios de uma companhia de capital fechado, podem retirar-se da sociedade alienando suas ações.

Nesse sentido, dispõe o parágrafo 4º do artigo 4º da Lei das Sociedades por Ações:

§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

Essa espécie de OPA, deverá observar os seguintes requisitos: (i) ser sempre indistintamente dirigida a todos os acionistas minoritários; (ii) ser realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários; (iii) ser objeto de registro prévio na CVM; (iv) ser intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento; (v) ser acompanhada de laudo de avaliação; (vi) ser lançada por preço uniforme, salvo possibilidade de fixação de preços diversos, conforme a classe e a espécie das ações objeto da OPA, e desde que justificada a diferença em laudo de avaliação; (vii) ser realizada através de leilão em bolsa de valores ou em entidade de mercado de balcão organizado; e (viii) ser imutável e irrevogável após a sua publicação, salvo expressa e prévia autorização pela CVM.³³

³³ Disponível em http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/opas.html - consulta em 04 out 2016

4.5. OPA por aumento de participação

Nos termos do parágrafo 6º do artigo 4º da Lei das Sociedades por Ações, abaixo transcrito, o controlador deverá realizar a denominada OPA por aumento de participação, quando da aquisição de ações que elevem sua participação de modo que possa afetar a liquidez das ações remanescentes na companhia.

§ 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.

A Instrução CVM 361 de 2002 regulamenta o artigo supratranscrito, estabelecendo as hipóteses que a obrigatoriedade dessa espécie de oferta é caracterizada.

A primeira hipótese de OPA mandatória por aumento de participação caracteriza-se quando o acionista controlador adquirir mais de 1/3 do controle das ações de emissão da companhia de modo diferente de oferta pública, na data do início da vigência da Instrução nº 345, de 4 de setembro de 2000.

Adicionalmente, quando da data de entrada em vigor da Instrução, o controlador que possuir mais da metade das ações da companhia que adquirir participação superior ou igual a dez por cento em 12 meses, caracteriza-se a OPA mandatória se comprovado que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações com as mesmas características das ações adquiridas. Por fim, essa espécie de OPA deve seguir as regras da OPA para cancelamento de fechamento de capital.

5. Ofertas Públicas

No mercado de capitais brasileiro as companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA podem realizar oferta públicas de ações. São elas: a Oferta Pública Inicial (“IPO”) ou a oferta subsequente, o denominado “*follow on*”.

5.1. Oferta Pública Inicial – IPO

5.1.1. Conceito

O IPO é a primeira oferta de ações de uma companhia. Essa oferta pode ocorrer por meio de distribuição primária, ou distribuição secundária, sendo que é possível que ocorra uma combinação entre ambas.

A distribuição primária consiste na venda de novas ações no mercado. Nessa modalidade, o ofertante, ou vendedor, é a companhia e, dessa forma, os recursos provenientes dessa distribuição são direcionados para o caixa da própria companhia. Já na distribuição secundária, o vendedor das ações é o sócio da companhia. Sendo assim, nessa modalidade de distribuição, são ofertadas ações existentes. Sendo assim, o destinatário dos recursos é o próprio sócio.

5.1.2. O Novo Mercado

As exigências de uma companhia aberta listada na bolsa de valores variam de acordo com o segmento no qual é inscrita. A grande maioria das companhias que realizam o IPO optam pelo segmento denominado Novo Mercado³⁴, o qual possui as principais características³⁵:

(i) apenas ações ordinárias que dão direito a voto podem compor o capital social da companhia;

³⁴ Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO) Início de uma nova década de crescimento – 2015 PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes

³⁵Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/ - acesso em 07 out 2016

- (ii) no caso de alienação de controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço do alienante, é o denominado *tag along* 100%;
- (iii) em caso de saída da BM&FBOVESPA, a empresa deverá realizar OPA com o intuito de recomprar as ações de todos os acionistas por, no mínimo, seu valor econômico;
- (iv) o conselho de administração deve ser composto por pelo menos cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes, com mandato máximo de dois anos;
- (v) deve ser mantido o índice mínimo de 25% das ações em circulação, é o denominado *free float*;
- (vi) os dados financeiros devem ser divulgados de forma mais complexa, contando com a elaboração de relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados, os quais deverão ser revisados por auditor independente;
- (vii) a companhia deve disponibilizar relatórios financeiros anuais em padrão que seja internacionalmente aceito; e
- (viii) divulgação mensal das negociações com valores mobiliários da companhia por seus diretores, executivos e acionistas controladores.

5.1.3. O advento da Instrução CVM 476.

Previamente à alteração da Instrução da CVM 476, de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução CVM 476”), conforme será exposto adiante, os IPOs eram realizados apenas sob a égide da Instrução da CVM 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução CVM 400”).

As ofertas realizadas pela Instrução CVM 400, são previamente analisadas e exigem registro na CVM. Tem como característica principal o número ilimitado de investidores alvo da oferta, sendo que estes podem ser o público em geral. A única

exceção versa na hipótese de a companhia ofertante estar em fase pré-operacional, nesse caso apenas Investidores Profissionais, conforme abaixo definidos farão parte da oferta.

Entretanto com o intuito de fomentar o mercado de capitais brasileiro, a CVM editou em outubro de 2014 a Instrução 551, que incluiu na Instrução CVM 476 a permissão para distribuição pública de ações com esforços restritos, ou seja, dispensado de registro e análise prévia da CVM.

Difere da Instrução CVM 400 no sentido de que o público alvo da oferta são os Investidores Profissionais, definidos no artigo 9º - A da Instrução da CVM nº 554:

Art. 9º-A São considerados investidores profissionais:

I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;

V – fundos de investimento;

VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;

VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VIII – investidores não residentes.” (NR)

Adicionalmente no que concerne ao número de investidores procurados há limite: é permitida a procura de setenta e cinco Investidores Profissionais e apenas 50 poderão subscrever esses valores mobiliários ofertados.

Sobre a oferta pública de distribuição com esforços restritos expões Eizirik:

A disciplina da oferta pública de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos tem por fim assegurar: maior agilidade nas ofertas de

valores mobiliários distribuídas com esforços restritos mediante dispensa d registro da oferta e de companhias abertas; a redução dos custos das ofertas públicas com esforços restritos, facilitando o acesso dos emissores ao mercado de capitais; e maior segurança aos emissores quanto à exigência do registro.³⁶

5.2. Oferta subsequente – *Follow on*

A oferta subsequente se dá quando a companhia já realizou o IPO, e deseja emitir novas ações para negociação.

O procedimento de distribuição é semelhante ao do IPO, podendo a oferta ser realizada por meio da Instrução CVM 400 ou Instrução CVM 476, tanto no mercado primário, quanto secundário.

³⁶ Eizirik, Nelson, Direito Societário – Estudos e Pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 436.

6. A obrigatoriedade ou não da OPA à luz de casos concretos

A CVM é o órgão responsável por realizar apreciar os casos acerca da obrigatoriedade ou não da realização de OPA. Dessa forma, a divergência sobre caracterização ou não da alienação de controle é objeto de julgamento e tem-se criados precedentes sobre a questão da obrigatoriedade.

O Colegiado da CVM, responsável por proferir tais decisões, tem uma composição pré-definida

formado pelo Presidente e quatro Diretores, se reúne, semanalmente, em sessão reservada, para analisar as matérias de competência da Autarquia, inclusive sobre as questões decididas pelas suas diversas áreas executivas, atuando como órgão máximo de deliberação. Também nesse foro são apreciados os processos administrativos não sancionadores³⁷

Serão apresentados a seguir os principais casos apreciados pela CVM sobre a obrigatoriedade de realização de OPA, os quais são frequentemente citados e utilizados como parâmetro para operações societárias e/ou consultas.

Não existe, contudo, um volume de precedentes que permita uma interpretação absolutamente livre de dúvidas sobre o assunto. A CVM, inclusive, após cada mudança na composição de sua Diretoria, tem alterado a orientação sobre diversos temas relacionados à regulamentação do mercado de capitais, valendo mencionar que praticamente nenhum dos atuais conselheiros da CVM participou das decisões mencionadas nesse trabalho.

Portanto, é possível afirmar que, apesar da CVM manter os precedentes listados abaixo, não é possível afirmar que os mesmos serão mantidos em futuros julgamentos sobre OPAs e sua obrigatoriedade no caso de alienação ou transferência de controle que é objeto deste trabalho.

Adicionalmente, além das decisões, também serão expostos casos de análise pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, órgão responsável pela

³⁷ <http://www.cvm.gov.br/decisoaes/>

fiscalização, supervisão e coordenação de registro de valores mobiliários, propondo e fiscalizando a observância de normas sobre tais registros.

6.1. Caso Usiminas³⁸

A seguir será exposto a análise de eventual incidência de OPA por alienação de controle da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. (“Usiminas”).

Trata-se da aquisição das ações de emissão da Usiminas correspondentes a 25,97% do capital votante da Usiminas, pelo “Grupo T/T” (formado pelas empresas Confab Industrial S.A., Prosid Investments S.C.A, Siderar S.A.I.C. e Ternium Investments S.À.R.L), até então sem participação acionária na Usiminas, anteriormente detidas pelo “Grupo V/C”, membro do bloco de controle (formado pelas empresas VBC Energia S.A. e Votorantim Industrial S.A.). O Grupo T/T também adquiriu 1,69% de participação nas ações ordinárias pertencentes à Caixa dos Empregados Usiminas (“CEU”), também membro do bloco de controle da Usiminas.

Adicionalmente, a Nippon Steel Corporation, membro do bloco de controle da Usiminas e pertencente ao “Grupo Nippon”, adquiriu a participação de 1,69% em ações ordinárias de emissão da Usiminas pertencente à CEU.

A Usiminas argumentou que as transações não caracterizariam hipótese de OPA obrigatória tendo em vista que houve apenas uma troca do antigo controlador por um controlador novo, sendo que esse último assumiria a “posição dominante na companhia, passando a exercer (...) o poder de conduzir as atividades sociais”, conforme exposto por Eizirik em parecer encaminhado para defesa do Ofício.

A referida transação não foi analisada pelo colegiado da CVM, mas a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE emitiu o MEMO/SRE/GER-1/Nº 14/2012, de 02 de fevereiro de 2002, no sentido de que a transação não deveria ensejar a necessidade de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle da Usiminas, uma vez

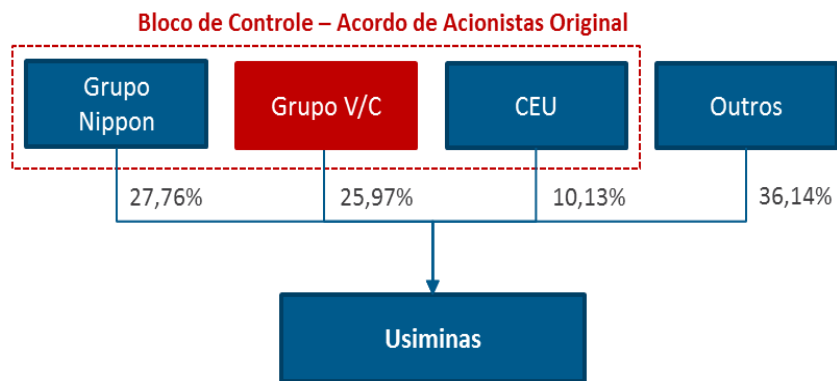
³⁸ CVM MEMO/SRE/GER-1/Nº 14/2012, de 02 de fevereiro de 2002. Disponível para consulta em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2012/20120330-1-analise-OPA-ALI-Usiminas.pdf> - Acesso em 24 set de 2016

que a operação, em seu conjunto, não resultou na presença de um novo acionista controlador ou grupo de controle, que viesse a substituir o antigo controlador no exercício do poder de dominação sobre a companhia

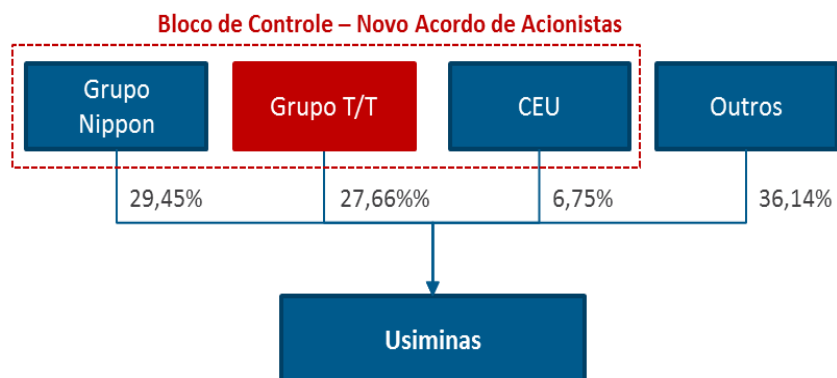
Importante destacar que, na transação em tela, o Grupo Nippon adquiriu a participação adicional de 1,69% das ações ordinárias de emissão da Usiminas detidas pela CEU, se mantendo, desta forma, como o maior acionista dentro do bloco de controle, o que foi expressamente destacado pela SER.

A seguir segue fluxograma da operação:

Transação Usiminas – Antes:



Transação da Usiminas – Após:



Aqui é mediante análise da SER que a substituição, ou seja, a troca do antigo controlador não caracteriza alienação de controle, sendo assim não enseja OPA.

6.2. Caso Aracruz³⁹

Aquisição de ações de emissão da Aracruz Celulose S.A. (“Aracruz”) correspondentes a 28% do seu capital social, pela Votorantim Celulose e Papel S.A. (“VCP”), até então sem participação acionária na Aracruz, as quais eram anteriormente detidas pela Mondi Brazil Ltda. e Mondi Internatinal S.A (“Grupo Mondi”), membro do bloco de controle da Aracruz, formado por BNDES Participações S.A., Grupo Lorentzen e Grupo Safra, com participações correspondentes a 12,5%, 28% e 28%, respectivamente, do capital votante da Aracruz.

A referida transação foi analisada pelo colegiado da CVM em 19 de fevereiro de 2002, o qual decidiu no sentido de que a transação não deveria ensejar a necessidade de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle da Aracruz, uma vez que

não houve alienação de uma participação majoritária dentro do bloco de controle, (...) nem se está diante da aquisição de uma participação que, somada àquela detida pelo adquirente, o eleve à condição de controlador único

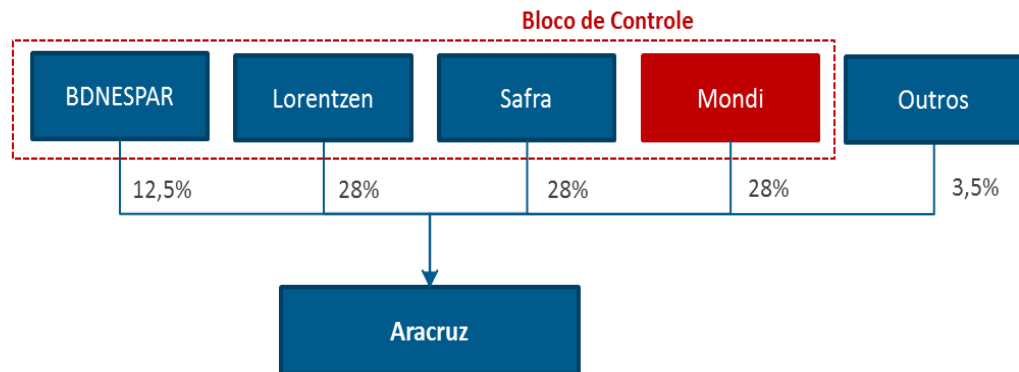
O colegiado ainda ressaltou que o ocorrido caracteriza uma simples **“transferência de uma participação que compõe o bloco de controle”** e que

“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”

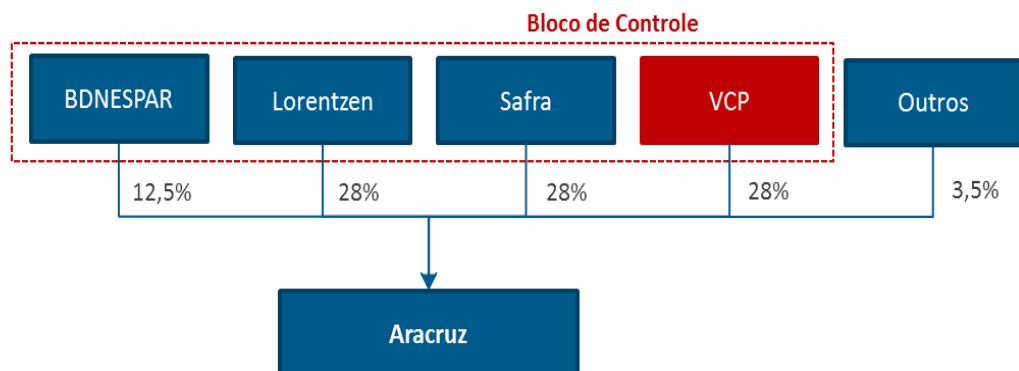
É possível observar diante da descrição acima que se trata de mera transferência de controle não alienação, assim com entendimento no caso Usiminas. Operação ilustrada pela operação a seguir:

³⁹ Os trechos extraídos encontram-se no Processo CVM RJ 2001/10329. Disponível para consulta em http://www.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020219_R1/20020219_D02.html - Acesso em 24 set 2016

Transação Aracruz – Antes:



Transação da Aracruz – Após:



6.3. Caso Copesul⁴⁰

Trata-se da operação na qual a Braskem S.A. (“Braskem”) e Ipiranga Petroquímica S.A. (“IPQ”) detinham, cada uma, 29,46% do capital social total e votante da Companhia Petroquímica do Sul (“Copesul”), sendo o **controle da Copesul compartilhado** entre elas por meio de um acordo de acionistas.

A Braskem adquiriu, em conjunto com a Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobrás”), na proporção respectiva de 60% e 40%, por meio da Ultrapar Participações S.A., determinados ativos que incluíam a IPQ, sua controladora Ipiranga Química S.A., e participação de 29,46% da IPQ na Copesul.

⁴⁰ Os trechos extraídos encontram-se no Processo CVM RJ 2007/7230. Disponível para consulta em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5533-0.pdf> - Acesso em 24 set de 2016

As relações entre Braskem e Petrobrás eram reguladas por um Memorando de Entendimentos, cujo objeto seria a concessão de certos direitos de veto de natureza protetiva à Petrobrás.

Após a referida transação, **a Braskem passou a ser titular, direta e indiretamente, de ações que lhe garantiam o controle isolado da IPQ.** Em outras palavras, **o controle da Copesul, até então compartilhado, consolidou-se nas mãos da Braskem.** O colegiado da CVM, conforme decisão do Diretor-Relator Eli Loria, proferida em 11 de julho de 2007, entendeu que

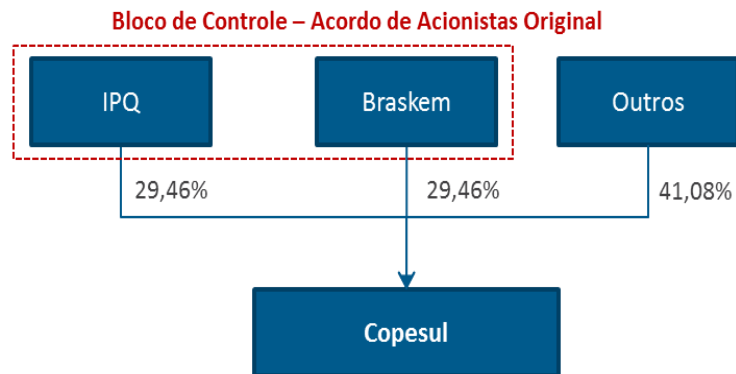
como nenhuma das duas empresas exercia isoladamente o controle da Copesul, tem-se que a IPQ alienou valores mobiliários para a Braskem, mas não o poder de controle, pois não detinha o mesmo, pelo menos não em sua plenitude.

Merece destaque o voto do Presidente da CVM à época, o qual havia sido o relator do Caso Aracruz:

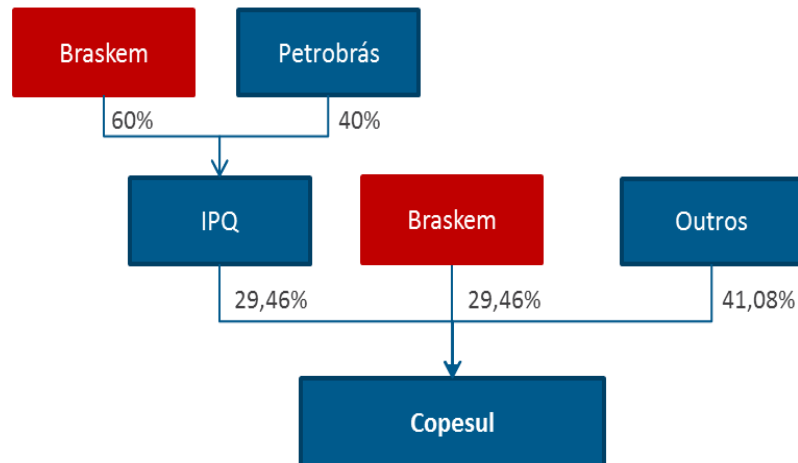
a Lei brasileira não estabelece que a aquisição do controle de quem não o detenha determina a realização de OPA — como ocorreria com a aquisição de ações isoladas que, reunidas, assegurassem o controle. Em outras palavras: a lei não exige apenas uma alteração no controle; exige uma alienação por quem o detenha. 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.**

Tal entendimento é exemplificado pelo fluxograma abaixo:

Transação Copesul – Antes:



Transação da Copesul – Após:



Segue o voto de Marcelo Trindade:

Aliás, creio ser meu dever esclarecer que o meu voto em um caso decidido em 2002, antes da entrada em vigor do art. 254-A da Lei 6.404/76, que é frequentemente citado como indicando o reconhecimento de que haveria alienação de controle em casos como o destes autos, não chegou nem perto disso. Naquele voto eu dizia que a questão de fato ali debatida "não desafia as complexas questões que podem surgir quanto ao conceito de alienação de controle detido por grupo de acionistas unidos por acordo", e citava como exemplo dessas complexas questões que podem surgir a "alienação de uma participação majoritária dentro do bloco de controle" e a "aquisição de uma participação que, somada àquela já detida pelo adquirente, o eleve à condição de controlador único" (Processo RJ 2001/10329, decidido em 19.02.02). Pois bem: a questão complexa surgiu, como ali se previa, e era mesmo óbvio que viria ocorrer, e com ela o dever de decidi-la, de que escapei explicitamente naquele voto.

6.4. Caso Companhia Brasileira de Distribuição⁴¹

Será exposto a seguir o Caso da Companhia Brasileira de Distribuição (“CBD” ou “Companhia”), sendo uma das mais emblemáticas das decisões da CVM.

Antes da entrada do Casino Guichard Perrachon S.A. (“Casino” ou “Comprador”), a família Diniz detinha quase a totalidade das ações com direito a voto da CBD, principalmente através da Pão de Açúcar S.A. Indústria e Comércio (“PAIC”).

Após a aquisição de 30,53% do capital social votante da CBD pela Casino, esta celebrou acordo de acionistas com a PAIC, detentora de 60,39% do capital social votante da CBD, o qual previa determinados direitos de veto à Casino, sem contudo caracterizar a estrutura clássica de controle compartilhado.

Posteriormente, a maioria das ações ordinárias detidas pelo bloco de controle da CBD (formado por PAIC e por membros da família Diniz, diretamente ou através de uma holding familiar) foram reorganizadas e agrupadas sob uma *holding*, a Vieri Participações S.A. (“Vieri” ou “Controlador Direto”), que passou a deter 61,19% do capital social votante da CBD.

Em seguida, foi celebrado um acordo de associação entre família Diniz e Casino, o qual estabeleceu uma série de operações (capitalização do Controlador Direto por ambos Abílio Diniz e Cassino, venda de participação no Controlador Direto da família Diniz para Casino e outorga de opções de compra de ações a Casino) por meio das quais:

- (i) num primeiro momento, Abilio Diniz e Casino deteriam, cada um, 50% das ações com direito a voto do Controlador Direto, passando a controlar conjuntamente o Controlador Direto e, conseqüentemente, a CDB;
- (ii) após 8 anos, Casino teria o direito de adquirir, através do exercício das opções outorgadas (a) 1 ação ordinária de emissão do Controlador Direto (“Opção de Compra Mudança de Controle”); e (b) a totalidade das ações com direito a voto de emissão da CBD, detidas pela família Diniz e não capitalizadas no Controlador Direto; e

⁴¹ Os trechos extraídos encontram-se no Processo CVM RJ 2005/4069. Disponível para consulta em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf> - Acesso em 24 set de 2016

(iii) família Diniz teria opção de venda das demais ações ordinárias de emissão do Controlador Direto por eles detidas.

Sendo assim, **após o exercício da Opção de Compra Mudança de Controle, cujo preço estabelecido foi de R\$1,00, Casino passaria a deter o controle indireto da CDB.**

Como exposto acima no Caso Aracruz, a CVM defende a ideia de que o exercício do controle somente se configura quando exercido independentemente de qualquer outro grupo acionário.

A CVM opinou no mesmo sentido no Caso Companhia Brasileira de Distribuição, ressaltando o atributo da autonomia como próprio do poder de controle. Destacou, contudo, a importância de o capital votante adquirido ser inferior a 50%+1 das ações ordinárias, a fim de evitar a configuração de alienação de controle:

É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (...) a transferência de valores mobiliários, mesmo mantendo os direitos de voto nas mãos do alienante, em razão de disposição contratual, pode dar causa a ofertas públicas de alienação de controle. **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** (no caso de valores mobiliários conversíveis ou que permitam a subscrição ou o exercício de direito de preferência, após o exercício dessa conversão ou da subscrição), mesmo que existam contratos que mantenham direitos políticos nas mãos do alienante (ou de terceiros) que permitam o exercício de fato do poder de controle (situação inversa – transferência de direitos políticos e econômicos para terceiros sem transferência de valores mobiliários - pode dar causa a oferta pública, em virtude da previsão de alienação direta ou indireta).

A CVM entendeu tal operação como geradora da OPA mandatória em análise, em função dos seguintes fatores:

- (a) embora a concretização da transferência de controle se dê em momento posterior, o direito de adquiri-lo foi outorgado no momento da Assinatura do Acordo de Associação, quando o Casino assumiu a posição de co-controlador;
- (b) substancialmente toda a contraprestação pelo poder de controle foi paga no momento da Assinatura do Acordo de Associação, restando apenas o preço ínfimo de exercício de R\$ 1,00;

(c) a existência de Acordo de Acionistas determinando o controle compartilhado da Companhia, na opinião do relator Pedro Marcilio, não tem o condão de afastar o art. 254-A na hipótese de aquisição de 50%+1 ações com direito a voto; funcionando o Acordo de Acionistas, nesse caso, apenas como restrição que o adquirente do poder de controle impõe-se na sua autonomia; e

(d) a Instrução CVM 361 reconhece a possibilidade de a alienação do controle ser realizada através de um conjunto de operações (art. 29, § 4º), e, portanto, nada impede que, em determinadas situações, a OPA venha a se tornar obrigatória no momento da conclusão desse conjunto de operações

Dessa forma, é possível concluir que o Caso CBD, determinou a OPA diante de peculiaridades do caso, entendidas como manobras para que não fosse caracterizado esse instituto.

8. Conclusão

A análise do presente trabalho permite-nos concluir que a oferta pública de ações é uma forma de proteção aos acionistas minoritários quando da transferência de participação acionária, que caracteriza o controle da companhia, por meio de alienação de controle. A evolução histórica desse instituto demonstra exatamente essa ideia, culminando na edição do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações.

Diante da interpretação do referido artigo, resta claro que a oferta pública de aquisição de ações objeto do referido artigo, só se faz necessária quando da alienação, ou seja, mediante cessão onerosa da participação acionária que caracteriza o controle.

Adicionalmente, depreende-se do presente estudo que a definição de alienação é dúbia na legislação pátria, fazendo-se necessária a análise da CVM e de doutrinadores acerca de seu conceito. Isso porque, diante da análise da doutrina, faz-se obrigatória a presença de uma nova figura, ou seja, um novo controlador.

Sendo assim, a mera transferência de ações dentro do bloco de controle, cenário recorrente, conforme observado no presente trabalho, não caracteriza a alienação de controle, e sim a consolidação do mesmo, dentro do bloco já existente. Não surge assim uma nova figura que exerça o controle alterando a configuração previamente existente. No entendimento da CVM, não há alteração da vontade do grupo controlador.

Da mesma forma não há que se falar em alteração de controle também quando um terceiro estranho a relação do grupo de controle, adquire ações que integravam o referido bloco, sem que assuma uma posição isolada no grupo já existente. Isso porque, conforme interpretação da CVM, nesse cenário ocorre apenas a transferência de ações do bloco.

A partir da análise do caso da Companhia Brasileira de Distribuição, destacado no presente trabalho, a sucessão de operações como forma de mascarar a alienação de controle, enquadra-se na obrigatoriedade da oferta pública de aquisição de ações.

Sendo assim, é possível concluir que, a oferta pública de aquisição de ações faz-se mandatória quando da efetiva alienação de controle, incluindo a hipótese de sucessão de operações, e não deve ser observada quando da mera transferência de controle e consolidação dentro do bloco de controle.

Dessa forma, o instituto objeto do presente estudo protege os acionistas minoritários de eventuais arbitrariedades quando da alienação de controle que efetivamente altere um cenário previamente existente na companhia.

Referências bibliográficas

Prado Nioac, Roberta. Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A.- Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005

Coelho, José Washington in Lucena, José Waldecy, Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300), Vol. 3, Rio de Janeiro: Renovar, 2012

Carvalhosa, Modesto, Eizirik, Nelson, A Nova Lei das S/A, p. 386 in Lucena, José Waldecy, Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300), Vol. 3, Rio de Janeiro: Renovar, 2012

Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada, v. IV – 2ª Ed – artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015

Pedreira, José Luiz Bulhões; Lamy Filho, Alfredo. Estrutura da companhia. In: Lamy Filho, Alfredo; Pedreira, José Luiz Bulhões (Coords). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009

Eizirik, Nelson, Direito Societário – Estudos e Pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 1

Requião, Rubens. Curso de Direito Comercial. V.2, 29ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2012

Eizirik, Nelson; Gaal A. B.; Parente, F.; Henriques, M. F. Mercado de capitais: regime jurídico. 3ª ed ver e atual. Rio de Janeiro: Renova, 2011

Eustaquio, Luiz Felipe Moreira. Oferta Pública de Ações para Cancelamento de Registro de Sociedade Anônima Aberta – Fechamento do Capital Social, in Revista dos Tribunais, vol 932, 2013

Comparato Konder, Fabio; Filho Salomão, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 4ª ed. ver e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense

Coelho, Fábio Ulhoa, O Direito de Saída Conjunta (“Tag Along”), *in Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*, Jorge Lobo (coord.), Rio de Janeiro, Forense, 2002

Carvalhosa. Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, 3ª ed, São Paulo: Saraiva, 2003

PENNA, Paulo Eduardo, Alienação de Controle de Companhia Aberta, São Paulo, Quartier Latin, 2012