

**Fundação Getulio Vargas**  
**Escola de Direito de São Paulo**

Análise do entendimento do Colegiado da CVM sobre os conceitos de alienação de controle e de poder de controle para a aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas

Deborah Guedes Toledo Florencio

São Paulo

2013

Deborah Guedes Toledo Florencio

Análise do entendimento do Colegiado da CVM sobre os conceitos de alienação de controle e de poder de controle para a aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas

Trabalho de Curso, apresentado como requisito para a obtenção do grau em Direito, pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (Direito GV).

Orientador:

Professor Mario Engler Pinto Junior

São Paulo

2013

## **Resumo**

O artigo 254-A da Lei nº. 6.404/76 estabelece a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações nos casos de alienação de controle de companhias abertas. Entretanto, a aplicabilidade deste dispositivo legal às operações societárias é bastante controversa, sobretudo pelo fato de o dispositivo apresentar uma definição bastante vaga para alienação de controle e não apresentar qualquer definição para poder de controle. Tendo em vista esta lacuna legislativa, a Comissão de Valores Mobiliários apresenta um papel fundamental na mitigação das questões que envolvem a aplicação do artigo 254-A, uma vez que as ofertas públicas devem ser registradas perante esta autarquia. Ademais, considerando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e a relevância das operações de alienação de controle acionário, torna-se fundamental entender a postura da Comissão de Valores Mobiliários frente a estas operações, para que os agentes do mercado tenham um mínimo de segurança e previsibilidade jurídica quando partícipes destas.

O propósito deste trabalho é identificar e analisar o posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários acerca da aplicabilidade do referido artigo 254-A às operações societárias de alienação de controle de companhias abertas, verificando o entendimento desta Comissão em relação às definições de alienação de controle e de poder de controle, assim como questões a estas relacionadas. Para tal análise, foram consideradas as decisões proferidas pelo Colegiado desta autarquia no âmbito dos Processos Administrativos.

## **Palavras-chave**

Artigo 254-A da Lei nº. 6.404/76; oferta pública de aquisição de ações; alienação de controle; poder de controle; Comissão de Valores Mobiliários; Decisões do Colegiado.

## **Abstract**

Section 254-A of Brazilian Law No. 6.404/76 sets forth a mandatory tender offer for the acquisition of shares in case of transfer of control of publicly-held companies. However, the applicability of such legal provision to corporate transactions is quite controversial, mainly due to the vague definitions of transfer of control and power of control provided by law. Regarding this legal gap, the Brazilian Securities and Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários - CVM) has a key role in mitigating the question involving the applicability of section 254-A, as all mandatory tender offers must be registered with this governmental agency. Moreover, considering the development of the Brazilian capital market and the importance of transactions involving the transfer of controlling interest of publicly-held companies, it is essential to understand the position adopted by the Brazilian Securities and Exchange Commission against these transactions, in order for the market participants to have a minimum of legal security and predictability.

The purpose of this essay is to identify and analyze the position adopted by the Brazilian Securities and Exchange Commission on the applicability of the aforementioned section 254-A to transactions involving the transfer of controlling interest of publicly-held companies, reviewing the understanding of this Commission in relation to the definitions of transfer of control and power of control, as well as issues related to them. For this analysis, we considered the decisions made by the Plenary Body of this governmental agency under the Administrative Procedures.

## **Keywords**

Section 254-A of Brazilian Law No. 6.404/76 (Brazilian Corporate Law); mandatory tender offer; transfer of control; power of control; Brazilian Securities and Exchange Commission; Plenary Body decisions.

## **Sumário**

**1.** Introdução. **2.** Histórico da regulação da oferta pública obrigatória em decorrência da alienação de controle. **3.** O artigo 254-A e a definição legal de alienação de controle e poder de controle. **4.** Metodologia de análise das decisões proferidas pelo Colegiado da CVM. **5.** A definição de poder de controle e de acionista controlador para a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações. **6.** A natureza do controle acionário adquirido para caracterização da alienação de controle nos termos do artigo 254-A. **6.1.** Controle originário e controle derivado. **6.2.** Controle minoritário e controle majoritário. **7.** A alienação de ações entre membros do bloco de controle e a definição de terceiro adquirente. **8.** A inaplicabilidade do artigo 254-A às operações de incorporação de companhia. **9.** Considerações finais. **10.** Referências.

## 1. Introdução

A noção de que uma ação integrante do bloco de controle possui um valor superior ao de uma ação detida por um acionista minoritário foi difundida principalmente com o estudo elaborado por Berle e Means<sup>1</sup>. Em sua consagrada obra, os autores indicam que para comandar uma companhia não é necessário deter a totalidade das suas ações, sendo suficiente para tanto deter apenas uma parcela destas. Ainda, indicam que possíveis adquirentes do controle de uma companhia não se incomodam em pagar um preço superior por tal parte das ações que lhe conferirão o controle acionário. Defende-se, portanto, que há uma distinção entre poder de controle e propriedade acionária, no sentido de que o valor de uma ação não é baseado apenas no seu valor nominal e que uma ação integrante do bloco de controle possui valor superior ao de uma ação detida por um acionista minoritário, uma vez que permite ao acionista participante do controle orientar as atividades da companhia.

O sistema jurídico brasileiro reconhece esta diferença de valor entre a ação detida por um acionista minoritário e a ação detida pelo acionista controlador e procura regular a partilha do sobrevalor pago pelas ações do bloco de controle. Neste contexto, o artigo 254-A da Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades Anônimas”) reconhece a diferença no valor das ações de uma companhia aberta em função de serem estas integrantes ou não do bloco de controle.

Conforme orienta Roberta Nioac Prado<sup>2</sup>, a academia divide-se em três posições quanto a quem deve ser atribuído o prêmio de controle. A primeira corrente defende a divisão igualitária do prêmio de controle entre acionistas de uma mesma classe ou espécie de ações, através da realização de uma oferta pública de aquisição. A segunda corrente defende a divisão do prêmio de controle entre todos os acionistas, tendo em vista a consideração de que o

---

<sup>1</sup> BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Jersey: Editora Transactions Publishers, 2005.

<sup>2</sup> PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along*. P. 114 e 115.

prêmio é um bem da companhia. A terceira corrente defende a apropriação do prêmio de controle pelo alienante, por ser este o detentor do poder de controle.

O legislador brasileiro orientou-se pela primeira corrente quando da elaboração do artigo 254-A<sup>3</sup>, determinando a socialização do prêmio de controle pago entre os acionistas minoritários. Ao estabelecer a obrigatoriedade de realização de uma oferta pública para aquisição das ações dos acionistas minoritários nos casos em que houver alienação onerosa do controle de uma companhia aberta, referido artigo determina também que o valor a ser pago pelas ações dos acionistas minoritários deverá corresponder a, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do valor pago por cada ação integrante do bloco de controle. Tem-se, portanto, uma imposição legal para que ocorra a socialização do prêmio de controle pago ao acionista alienante.

Sem dúvidas, a oferta pública de aquisição imposta pelo artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas torna as operações societárias de alienação de controle bastante custosas para um eventual adquirente, tendo em vista que, além de pagar um alto preço pelas ações integrantes do bloco de controle, é necessário oferecer uma oportunidade de venda aos acionistas minoritários por 80% (oitenta por cento) do valor pago pelas ações do bloco de controle.

Assim sendo, levando-se em consideração este alto custo, as operações societárias vêm sendo estruturadas de maneira a evitar a aplicação do artigo 254-A e, conseqüentemente, a obrigação de realização de uma oferta pública de aquisição de ações.

Ainda, deve-se observar que o artigo em questão não é suficiente para tratar das operações que envolvem alienação de controle de companhias abertas. Isto porque este dispositivo, apesar de apresentar a definição de alienação de controle, não apresenta uma definição clara e exaustiva acerca das situações em que resta caracterizada tal alienação. Ademais, a combinação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas com outros dispositivos legais que tratam de poder de controle e da oferta pública de aquisição de ações em decorrência da alienação de controle faz emergir uma

---

<sup>3</sup> Idem. P. 115.

série de dúvidas quanto à aplicabilidade e à obrigatoriedade da realização da oferta pública de aquisição obrigatória nos casos práticos.

Reconhecendo a importância do artigo 254-A na estruturação e nos desdobramentos das operações societárias envolvendo companhias abertas brasileiras e, ainda, considerando o desenvolvimento e fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, este trabalho pretende analisar o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) acerca da aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.

Acredita-se ser fundamental entender como a CVM interpreta o conceito legal de alienação de controle e de poder de controle para uma previsibilidade de sua caracterização e a consequente obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações. Acredita-se, também, que devem ser esclarecidas questões acerca da natureza do controle a ser alienado, da caracterização do terceiro adquirente e da incidência do artigo 254-A sobre as operações de incorporação de companhias.

Desta forma, buscou-se (i) compreender a evolução legislativa em torno da oferta pública de aquisição nos casos de alienação de controle, considerando a promulgação do artigo 254, sua revogação e a reinserção da regra referente à alienação de controle de companhia aberta, através do artigo 254-A; (ii) analisar os dispositivos legais que tratam da oferta pública de aquisição decorrente de alienação de controle; e (iii) analisar as decisões proferidas pelo Colegiado da CVM no âmbito dos Processos Administrativos que versam sobre a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações decorrentes da aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.



## **2. Histórico da regulação da oferta pública obrigatória em decorrência de alienação de controle**

No sistema jurídico brasileiro, a dissociação entre o poder de controle e a propriedade acionária e a regulação da partilha do poder de controle entre o acionista alienante e os demais acionistas minoritários foi primeiramente introduzida com o artigo 254<sup>4</sup> da Lei das Sociedades Anônimas, por ocasião da promulgação desta lei em 1976. Este artigo tratava da necessidade de ser dispensado aos acionistas minoritários tratamento igualitário no caso de alienação de controle de companhia aberta, mediante a realização de oferta pública para aquisição de ações.

Entretanto, a vigência do artigo 254 foi revogada com a promulgação da Lei nº. 9.457/97, responsável por introduzir uma série de reformas na Lei das Sociedades Anônimas. No contexto dessas mudanças, o principal motivo que ensejou a revogação do artigo 254 consistiu na crença de que a obrigatoriedade de realização da oferta pública pelo adquirente do controle era um fator que inibia possíveis transações envolvendo controles societários<sup>5</sup>. Conseqüentemente, segundo os defensores da revogação, havia um prejuízo aos acionistas minoritários causado pela dificuldade em se realizarem as referidas transações, uma vez que, sem a ocorrência da troca do controle, não havia um ganho de eficiência na administração da empresa e, portanto, culminava-se em uma desvalorização no preço das ações.

---

<sup>4</sup> “Art. 254 – A alienação de controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

§1º - A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública 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 de controle de companhia aberta”.

<sup>5</sup> Paulo Eduardo Penna indica outro fator para a revogação do artigo 254 da Lei das Sociedades Anônimas, qual seja, o processo de privatização pelo qual passaram as empresas estatais na década de 1990. Para maiores informações, PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. P. 59.

Contudo, houve controvérsias quanto à revogação deste artigo<sup>6</sup>. As opiniões dividiam-se entre, de um lado, aqueles que defendiam ser a revogação um retrocesso legislativo, uma vez que a proteção inicialmente conferida aos minoritários tomava fim, além de ser uma mácula ao mercado de capitais brasileiro, e, de outro lado, aqueles que entendiam que, na verdade, a manutenção da obrigatoriedade da oferta pública consistia em um entrave à abertura de capital das companhias brasileiras.

Destarte a revogação ocorrida em 1997, surgiram várias críticas durante o período no qual não havia na legislação brasileira qualquer norma relativa à obrigatoriedade de oferta pública nos casos de alienação de controle de companhia aberta ou à diferenciação do valor entre as ações integrantes do bloco de controle e as ações detidas pelos acionistas minoritários. Isto devido à compreensão de que o mercado brasileiro não atraía investidores por não fornecer a devida proteção ao acionista minoritário – o que, por sua vez, culminou na interrupção do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Em direção oposta à da legislação, a qual não conferia proteção ao acionista minoritário nas operações societárias de alienação de controle de companhias abertas, a Bolsa de Valores de São Paulo (atualmente “BM&FBOVESPA”) lançou, em 2000, um novo segmento de listagem para as companhias com um nível elevado e diferenciado de governança corporativa, qual seja, o Novo Mercado<sup>7</sup>.

As companhias listadas neste segmento estão sujeitas ao Regulamento de Listagem do Novo Mercado, elaborado pela BM&FBOVESPA, o qual impõe regras próprias no que diz respeito às transações de alienação de controle acionário. O Regulamento, dentre outras regras, determina a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações, devendo ser atribuído

---

<sup>6</sup> Idem. P. 61.

<sup>7</sup> Conforme informações disponibilizadas pela BM&FBOVESPA sobre o Novo Mercado em <<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_novo-mercado.asp?tabIndex=0](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp?tabIndex=0)>> acesso em 19 de junho de 2013.

para as ações ofertadas o mesmo valor pelo qual as ações integrantes do bloco de controle foram adquiridas<sup>8</sup>.

Além do Novo Mercado, a BM&FBOVESPA também lançou o Nível 2, outro segmento de listagem, o qual possui regras que preveem a concessão aos acionistas minoritários de tratamento igualitário ao concedido ao acionista controlador alienante na ocorrência de uma alienação de controle<sup>9</sup>. Importante destacar que as regras estabelecidas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado e no Regulamento de Listagem do Nível 2 seguem a segunda corrente em relação a quem é devido o prêmio de controle, determinando o tratamento igualitário entre todos os acionistas.

Posteriormente, no intuito de tentar fortalecer o mercado de capitais brasileiro, a Lei 10.303/01 reintroduziu na Lei das Sociedades Anônimas um dispositivo para tratar da proteção ao acionista minoritário nas transações envolvendo a alienação do controle acionário, consubstanciado no novo artigo 254-A.

Importante mencionar que não se pode falar no retorno do revogado artigo 254, uma vez que houve uma mudança substancial no texto legal: enquanto o artigo 254 considerava o tratamento igualitário, ou seja, o valor a ser pago aos acionistas minoritários ofertantes deveria ser idêntico ao valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle, o artigo 254-A instituiu um novo parâmetro para a precificação do valor a ser pago no âmbito da oferta pública, qual seja, o equivalente a, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle.

Dado o histórico legislativo e a evolução da regulação da socialização do prêmio de controle, convém analisar os dispositivos legais e as regras em vigor que disciplinam a matéria da alienação de controle de companhias abertas e a consequente obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações.

---

<sup>8</sup> Conforme Seção VIII do Regulamento de Listagem do Novo Mercado. Disponível em <<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>>> acesso em 19 de junho de 2013.

<sup>9</sup> Conforme Seção VIII do Regulamento de Listagem do Nível 2. Disponível em <<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2.pdf>>> acesso em 19 de junho de 2013.

### 3. O artigo 254-A e a definição legal de alienação de controle e poder de controle

Para avançar a análise acerca da oferta pública de aquisição obrigatória decorrente da alienação do controle acionário, faz-se necessário entender o dispositivo legal que a institui. Considere-se, portanto, a atual redação do artigo 254-A:

“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 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 acordo de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

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

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

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

§5º - Vetado”.

Inicialmente, é possível observar que o legislador, ao restaurar parte da regra de proteção aos minoritários, optou por estabelecer uma restrição quanto

aos destinatários da oferta pública a ser realizada<sup>10</sup>. Assim, conforme indicado no *caput*, estão excluídos da oferta os acionistas detentores de ações preferenciais.

Ademais, conforme mencionado, outro ponto substancial que foi abordado pelo novo dispositivo de forma diversa em comparação à regra anteriormente em vigor consiste na determinação do preço mínimo a ser pago pelas ações ofertadas, o qual, de acordo com a legislação, deve ser igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago ao acionista controlador.

Não obstante a constatação destas alterações na nova redação do dispositivo legal, a compreensão do instituto da oferta pública para aquisição de ações em decorrência de uma operação de alienação de controle prescinde da compreensão de dois conceitos legais, quais sejam, poder de controle e alienação de controle. Isto porque o fato que torna a oferta pública obrigatória é a alienação de controle, motivo pelo qual se torna essencial saber o que é considerado uma alienação e, ainda, de que se trata o objeto desta alienação.

O artigo 254-A, em seu parágrafo 1º, apresenta uma definição de alienação de controle, estabelecendo que se deve entender por alienação de controle:

“a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordo 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”.

Destarte a indicação de quais títulos e valores mobiliários devem estar envolvidos na transferência, tem-se uma definição circular de alienação de

---

<sup>10</sup> Durante a vigência do artigo 254, a Resolução nº. 401/76, do Conselho Monetário Nacional, orientava tal restrição, restringindo os destinatários da oferta pública apenas aos acionistas detentores de ações com direito a voto. Disponível em <<[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1976/pdf/res\\_0401\\_v3\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1976/pdf/res_0401_v3_P.pdf)>> acesso em 19 de junho de 2013.

controle, uma vez que, de acordo com o parágrafo 1º do artigo 254-A, trata-se basicamente da transferência de valores mobiliários ou direitos relativos a estes que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

Embora o conceito de alienação pareça óbvio, muitas dúvidas e questionamentos podem surgir quanto à aplicabilidade deste artigo aos casos práticos. Considerando-se o alto custo para a alienação de controle de companhias abertas, uma vez que, além de pagar um preço elevado pelo controle, o adquirente deverá estender a oferta aos acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto, as operações societárias vêm adotando estruturas diferentes para evitar a aplicabilidade do artigo 254-A – o que acaba por muitas vezes não deixando clara a caracterização de uma alienação de controle.

Conforme indica o artigo 254-A, em seu parágrafo 3º, é competência da CVM editar normas relativas à oferta pública de aquisição por alienação de controle. Isto posto, referida autarquia editou a Instrução CVM nº. 361, de 5 de março de 2002 (“ICVM 361”), a qual regula o procedimento aplicado às ofertas públicas e seu processo de registro. De acordo com o artigo 2º da ICVM 361, a oferta pública de aquisição por alienação de controle é “obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76”.

Tal qual ocorre no parágrafo 1º do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, a ICVM 361 apresenta uma definição para alienação de controle, qual seja:

*“Art. 29 (...)*

*§ 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, conforme definido no art. 116 da Lei 6.404/1976”.*

Apesar de não ser exaustiva para determinar o conceito de alienação de controle, a definição apresentada pela ICVM 361 aborda novos elementos e esclarece um pouco mais a questão. Assim como na definição constante na Lei das Sociedades Anônimas, tem-se a exemplificação dos títulos que poderão estar envolvidos em uma operação de alienação de controle, quais sejam: valores mobiliários com direito a voto, ou nestes conversíveis, e também direitos de subscrição de tais valores mobiliários.

Ainda, a ICVM 361 indica que a alienação de controle poderá ocorrer através de uma ou mais operações, seja por um único acionista controlador ou por um grupo de controle. Finalmente, referida instrução indica que um terceiro, ou um conjunto de terceiros, deve ser o adquirente do controle objeto de alienação.

No que concerne à definição de controle, apesar de o artigo 254-A não fornecer uma orientação para definir controle ou poder de controle, a ICVM 361, apesar de também não o definir, orienta que poder de controle deve ser entendido “conforme definido no art. 116 da Lei nº. 6.404/1976”. Este artigo, por sua vez, estipula que:

*“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”.*

Portanto, de acordo com a Lei das Sociedades Anônimas, há dois requisitos cumulativos para que uma pessoa ou um grupo de pessoas seja considerada como acionista controlador de uma companhia, quais sejam, (i) a titularidade de direitos de sócio que garantam permanentemente a maioria dos votos em assembleia e o poder de eleger a maioria dos membros da administração, e (ii) o uso efetivo do poder conferido por esta titularidade de direitos de sócio para orientar as atividades da companhia e de seus órgãos.

Desta forma, a análise dos principais dispositivos legais que orientam a definição de alienação de controle e de controle acionário, isto é, o artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, o artigo 29, parágrafo 4º, da ICVM 361 e o artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas, suscita diversas dúvidas quanto à caracterização de uma alienação de controle nos termos do artigo 254-A e também quanto à obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição nos casos práticos, em razão das diversas lacunas e controvérsias que podem ser observadas nos referidos dispositivos legais.

Primeiramente, surge a dúvida acerca do que caracteriza uma alienação de controle. De acordo com o artigo 254-A, parágrafo 1º, da Lei das Sociedades Anônimas, acima transcrito, trata-se da transferência de valores mobiliários ou direitos a estes relacionados que culminem em uma alienação do controle acionário de uma companhia. Entretanto, nenhum dos dispositivos analisados acima indica o que exatamente configura tal transferência. Não há clareza para entender, por exemplo, se o termo “alienação” comporta também as situações em que há aquisição originária de controle acionário, sendo este entendido como o controle adquirido por um acionista no contexto de uma companhia com capital disperso no mercado acionário e sem acionista controlador definido. Surgem dúvidas também quanto à aplicabilidade do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas e a caracterização de transferência em operações que não necessariamente importem na tradição propriamente dita de valores mobiliários, mas que culminem numa troca do controle acionário, tal como ocorre nas operações de incorporação.

Outro ponto controverso está relacionado com a definição de poder de controle. Isto porque o artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, apesar



de não apresentar definição para controle, ao definir alienação de controle menciona como requisito para sua configuração apenas a tradição de valores mobiliários ou direitos relacionados a estes. Não há qualquer indicação ou referência à necessidade de o poder ser efetivamente utilizado para dirigir as atividades sociais. Por sua vez, o artigo 116 deste mesmo diploma legal, conforme mencionado anteriormente, apresenta dois requisitos para a definição de poder de controle, quais sejam, a titularidade de direitos de sócio que assegurem permanentemente a maioria dos votos em assembleia e o poder de eleger a maioria dos administradores, e o efetivo exercício de referida titularidade para dirigir e orientar as atividades da companhia e de seus órgãos.

Da relação entre o artigo 254-A com o artigo 116 tem-se a principal dúvida quanto à definição de poder de controle, que consiste em saber se é suficiente apenas a titularidade dos direitos de sócio ou se é necessário também o efetivo uso destes direitos na orientação das atividades e órgãos sociais.

Não obstante as principais dúvidas anteriormente mencionadas, tem-se, ainda, o surgimento de uma série de questões quanto à caracterização do terceiro adquirente, à natureza do controle acionário objeto da alienação e à aplicação do artigo 254-A às operações societárias que envolvem troca do controle sem a transferência de valores mobiliários.

Tendo em vista tais lacunas no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas e as diversas questões que surgem da interação deste artigo com os demais dispositivos legais os quais tratam dos conceitos básicos necessários para a caracterização de uma operação societária de alienação de controle, faz-se necessário verificar qual o entendimento da CVM acerca da definição de alienação de controle e de poder de controle para os fins de aplicação do artigo 254-A. Tal compreensão dar-se-á a partir da análise das decisões proferidas pelo Colegiado da referida autarquia que versam sobre o tema.

#### **4. Metodologia de análise das decisões proferidas pelo Colegiado da CVM**

Para verificar o posicionamento da CVM em face das diversas questões controvertidas acerca das operações societárias de alienação de controle que devem ser seguidas de oferta pública de aquisição de ações, foram consideradas as decisões proferidas pelo Colegiado da CVM no âmbito dos Processos Administrativos, desde a promulgação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas até o mês de julho de 2013<sup>11</sup>.

Observou-se que algumas decisões tratam de questões não relacionadas com o objetivo proposto por esta análise, como a unificação de duas modalidades de oferta pública em apenas um procedimento, o preço a ser pago pelo acionista adquirente nos casos em que for apurado patrimônio líquido negativo e ofertas públicas decorrentes de disposição estatutária cujo fundamento não corresponde àquele que orienta a oferta pública obrigatória estabelecida no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. Tendo em vista que o foco da análise proposta consiste no posicionamento do Colegiado da CVM sobretudo em relação à definição de alienação de controle e de poder de controle, estas decisões não foram consideradas.

Para uma melhor organização da análise a ser apresentada a partir das decisões da CVM, adotou-se a divisão em temas, englobando algumas vezes mais de um Processo Administrativo acerca de um mesmo tópico. Não se optou pela análise a partir da divisão em Processos Administrativos, dado que muitas vezes os Diretores da CVM recorrem a decisões proferidas em processos anteriores para embasar a orientação de suas decisões, além da possibilidade de uma mesma decisão tratar de temas diferentes.

A partir da leitura das decisões, verificou-se que o Colegiado apresentou seu posicionamento em diversas questões, as quais serão tratadas em detalhe a seguir, sendo estas, nomeadamente: a definição de alienação de controle e

---

<sup>11</sup> Note-se que, apesar de ter sido proferida após a promulgação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, a decisão do Colegiado no âmbito do Processo CVM RJ 2002/7383 não foi considerada para os fins da análise proposta, uma vez que versa sobre uma situação regida pelo revogado artigo 254.

de poder de controle para os fins da obrigatoriedade de realização da oferta pública, a natureza do controle societário alienado, a definição de terceiro adquirente e a impossibilidade de se considerar a incorporação de companhia como alienação de controle.

Importante observar que alguns dos Processos Administrativos apresentam apenas um voto por escrito, apesar de terem sido analisados e discutidos por mais de um Diretor membro do Colegiado. Desta forma, considerou-se que, nos casos em que houve o voto por escrito de apenas um Diretor, tal voto constituiu o posicionamento do Colegiado da CVM. Ademais, durante a análise, serão indicados os processos em que houver controvérsias e pluralidade de votos por escrito.

## 5. A definição de poder de controle e de acionista controlador para a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações

Primeiramente, cumpre entender como a CVM interpreta os conceitos básicos que norteiam o artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. Conforme apresentado anteriormente, a principal dúvida acerca da definição de poder de controle neste contexto surge a partir da lacuna do artigo 254-A e da orientação dada pelo artigo 29, parágrafo 1º, da ICVM 361, no sentido de que deve-se recorrer ao artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas para entender o conceito de acionista controlador.

Conforme indicado anteriormente, o artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas estabelece dois requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador, sendo estes (i) a titularidade de direitos de sócio que assegurem permanentemente a maioria dos votos em assembleia e o poder de eleger a maioria dos administradores, bem como (ii) o efetivo uso desta titularidade na orientação dos negócios e do funcionamento dos órgãos da companhia. O artigo 254-A, por sua vez, trata apenas do primeiro requisito, correspondente à propriedade acionária.

No âmbito do Processo Administrativo RJ 2005/4069<sup>12</sup>, o Colegiado da CVM analisou a operação societária cujo problema consistia na implementação do Acordo de Associação (*Joint Venture Agreement*) firmado em 2005 entre a Família Diniz, representada por Abílio Diniz<sup>13</sup>, e Casino Guichard Perrachon S.A. (“Casino”), sociedade por ações francesa. Este acordo estabeleceu uma reestruturação societária envolvendo as participações da Família Diniz e do Casino na companhia Vieri Participações S.A. (“Vieri”), controladora direta da Companhia Brasileira de Distribuição (“CBD”), de forma que o controle indireto da CBD, anteriormente detido por Abílio Diniz, passaria a ser compartilhado entre a Abílio Diniz e o Casino.

---

<sup>12</sup> Disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4788-0.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

<sup>13</sup> Embora as participações societárias sejam detidas por outros membros da Família Diniz além de Abílio Diniz, o controle exercido pela Família Diniz será referido como o controle exercido por Abílio Diniz, tendo em vista que os demais membros da família concederam usufruto a Abílio Diniz.

O Acordo de Associação previu também a outorga de duas opções de compra para o Casino, sendo estas referentes à (i) aquisição de 2.800.000.000 ações ordinárias emitidas pela CBD de titularidade de Abílio Diniz, não capitalizadas na Vieri; e (ii) aquisição de 1 ação ordinária emitida pela Vieri de titularidade de Abílio Diniz. Estipulou-se, também, uma opção de venda para a Família Diniz. A discussão consiste em definir se a implementação das disposições do Acordo de Associação geraria a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição nos termos do artigo 254-A.

Inicialmente, o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa esclarece a relação que deve ser feita entre o artigo 116 e o artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. Indica que estes dispositivos legais regem institutos distintos: enquanto o artigo 116 busca atribuir os deveres do acionista controlador para com a companhia e os demais acionistas, o artigo 254-A tem por objetivo permitir a saída dos acionistas minoritários da companhia quando ocorrer a quebra da estabilidade do acionista controlador.

A partir da distinção da racionalidade que rege estes dispositivos, o Diretor orienta que, para identificar quem é o acionista controlador para os fins do artigo 254-A, deve-se considerar apenas o primeiro requisito do artigo 116, qual seja, a propriedade acionária, sendo que a justificativa para esta orientação consiste na falta de qualquer expressão indicativa da necessidade de exercício do controle acionário no artigo 254-A, parágrafo 1º.

Desta forma, a única exigência para que um acionista seja considerado como controlador para o fim da aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações é a titularidade de valores mobiliários que permitam obter permanentemente a maioria dos votos em assembleia e assegurem o poder de eleger a maioria dos membros da administração da companhia.

Para esclarecer seu entendimento de que o efetivo exercício do poder de controle deve ser excluído da caracterização do acionista controlador para os fins de uma realização de oferta pública, o Diretor explora a visão tanto do ponto de vista do adquirente, quanto do ponto de vista do alienante. Em relação ao adquirente, exemplifica:

“se, na alienação de controle, alienante deve entregar algo (controle) e o adquirente deve receber esse mesmo algo, e, dado que não há obrigação de o titular de mais de 50% das ações com direito a voto exercer o controle, a verificação da aquisição de controle – que obrigaria o adquirente a realizar oferta pública – só poderia ser verificada posteriormente à transferência dos valores mobiliários, se e quando o adquirente passasse a exercer o controle”<sup>14</sup>.

Ou seja, caso o segundo requisito estabelecido no artigo 116 fosse também um requisito para a alienação do controle de que trata o artigo 254-A, a oferta pública de aquisição de ações somente poderia ser realizada no momento em que fosse verificado, de fato, o exercício do poder de controle pelo adquirente.

Quanto à análise do ponto de vista do alienante, o Diretor novamente exemplifica:

“Se o alienante é titular de mais da metade das ações com direito a voto da companhia aberta, mas não exerce seu direito de voto, ele não é considerado, para fins do art. 116, como acionista controlador. Nada obstante, caso ele aliene essas ações e o terceiro adquirente tenha interesse em exercer o controle da companhia, esse adquirente estará apto a exercê-lo e deveria estar disposto a pagar o mesmo prêmio de controle que pagaria a um acionista controlador propriamente dito, dado que o bloco de ações de um (acionista controlador) ou de outro (acionista com ações suficientes para ser considerado acionista controlador, mas que não exerce o controle) concederá ao adquirente os mesmos direitos”<sup>15</sup>.

Depreende-se da decisão proferida pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo Administrativo RJ 2005/4069 que, para os fins da aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, acionista controlador é o

---

<sup>14</sup> Voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no âmbito do Processo RJ CVM 2005/4069, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4788-0.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

<sup>15</sup> Idem.

acionista que detém direitos de sócio, ou seja, é o acionista que preenche o primeiro requisito estabelecido pelo artigo 116 da mesma lei. Isto posto, conclui-se também que o controle acionário objeto da alienação consiste apenas na propriedade dos valores mobiliários, sem ser necessário observar se estes serão efetivamente utilizados para o fim de dirigir os negócios e órgãos sociais da companhia.

Consequentemente, não sendo necessário cumprir o requisito do efetivo uso dos direitos de sócios para dirigir e orientar as atividades da companhia e de seus órgãos, conclui-se que o controle a ser alienado consiste meramente na transferência de valores mobiliários e direitos a estes relacionados, conforme dispõe o artigo 254-A, em seu parágrafo 1º.

Sobre o entendimento exposto pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, cumpre refletir o motivo pelo qual deve ser considerado suficiente apenas o cumprimento do primeiro requisito estabelecido pelo artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas para definir o controle objeto de alienação de que trata o artigo 254-A.

Neste sentido, é possível que o entendimento favorável à aplicação integral dos requisitos estabelecidos no artigo 116 facilitasse a fraude nas operações societárias de alienação de controle acionário, uma vez que o cumprimento do segundo requisito somente poderia ser verificado após a transferência dos direitos de sócio e também após a realização de algumas assembleias gerais e reuniões da administração, de modo a constatar a efetiva prevalência do interesse do acionista adquirente. Desta forma, o acionista adquirente poderia fraudar a norma, caso esperasse um significativo intervalo de tempo até passar a exercer efetivamente o papel de acionista controlador. A extensão deste lapso temporal poderia ser determinante para a realização da oferta pública de aquisição de ações.

Considerando que o objetivo do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas é repartir entre os acionistas minoritários o prêmio de controle recebido pelo acionista controlador, na proporção de 80% (oitenta por cento) do

preço pago<sup>16</sup>, a consideração do segundo requisito estabelecido no artigo 116 para caracterizar o acionista controlador poderia impedir de certa forma o atendimento do objetivo do artigo 254-A. Como bem orientou o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, o bloco de ações de um acionista controlador possui o mesmo valor que o bloco de ações de um acionista que detém ações que lhe asseguram o poder de controle, mas que não as utiliza para o exercício deste.

O fato de o acionista alienante utilizar tais direitos de sócio para o exercício ou não do poder de controle não impacta o valor ao acionista adquirente, uma vez que, de uma forma ou de outra, o adquirente deterá as ações que lhe conferirão o poder de controle.

Portanto, caso o segundo requisito do artigo 116 fosse também um requisito para a verificação da alienação de controle de que trata o artigo 254-A, e se nesta alienação o adquirente não viesse a exercer o poder de controle, ao acionista minoritário não seria conferida a compensação instituída pelo próprio artigo 254-A.

Em outra oportunidade, por ocasião do Processo Administrativo RJ 2009/1956<sup>17</sup> (o qual será tratado mais detalhadamente a seguir) o Colegiado da CVM debruçou-se sobre a exigência do cumprimento do segundo requisito do artigo 116. Em voto proferido pelo Diretor Eliseu Martins, considerou-se que

“de acordo com o §1º do art. 254-A, entende-se como alienação de controle, para os fins de OPA, a transferência, de forma direta ou indireta, não apenas de ações integrantes do bloco de controle e de ações vinculadas a acordos de acionistas, mas também 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 de uma companhia. Isso significa que a lei assume

---

<sup>16</sup> Neste mesmo voto, o Diretor Pedro Marcilio de Souza indica que o artigo 254-A “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”.

<sup>17</sup> Disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-026ED15072009.htm>>> acesso em 19 de junho de 2013.



como transferência de controle uma situação na qual, no momento da operação, o vendedor não tem, ainda, o efetivo controle, e, portanto, não pode estar exercendo-o. O adquirente, da mesma forma, também não estaria em condições de imediatamente exercer o controle, mas poderia vir a fazê-lo no futuro. Esse dispositivo, a meu ver, reforça a conclusão de que o requisito previsto na alínea “b” do art. 116 (uso efetivo do poder de controle) não é exigido para a caracterização do controle para fins de OPA”<sup>18</sup>.

Ou seja, o fato de a lei prever hipóteses de alienação de controle a partir da transferência de valores mobiliários que, no momento da transferência, não conferem efetivamente o poder de controle afasta a incidência do requisito de efetivo uso do poder de controle para dirigir as atividades e os órgãos da companhia.

---

<sup>18</sup> Voto proferido pelo Diretor Eliseu Martins no âmbito do Processo RJ CVM 2009/1956, disponível em << <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-1.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

## 6. A natureza do controle acionário adquirido para caracterização da alienação de controle nos termos do artigo 254-A

### 6.1. Controle originário e controle derivado

Uma vez identificado o entendimento do Colegiado da CVM acerca da definição de poder de controle e de acionista controlador, deve-se analisar a natureza do controle societário eventualmente adquirido, no sentido de ser um controle originário ou um controle derivado. Em outras palavras, deve-se entender se a alienação de que trata o artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas trata das aquisições originárias ou derivadas de controle societário. Importante mencionar que a redação do dispositivo não esclarece qual a natureza do controle acionário adquirido, sendo essencial determiná-la para que se possa definir as operações societárias que estarão sujeitas à aplicação do artigo 254-A.

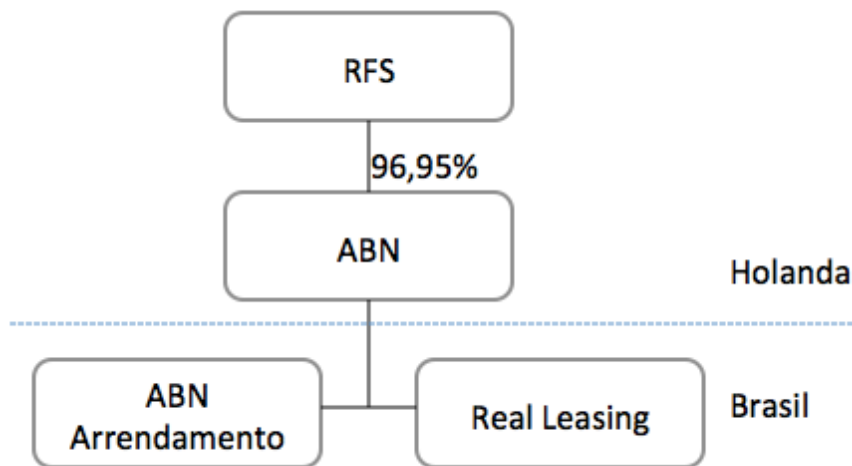
Entende-se por aquisição originária do poder de controle aquela que ocorre em um ambiente em que não há um controle estabelecido ou em um contexto em que há um controle diluído. Já a aquisição derivada do poder de controle, por sua vez, ocorre quando há um poder de controle previamente estabelecido<sup>19</sup>.

Por ocasião do Processo Administrativo RJ 2007/14099<sup>20</sup>, o Colegiado da CVM debruçou-se sobre a aquisição pela RFS Holding B.V. (“RFS”) do controle da ABN Amro Holding N.V. (“ABN”), companhia com sede na Holanda, que, por sua vez, detinha o controle indireto da ABN Amro Arrendamento Mercantil S.A. (“ABN Arrendamento”) e da Real Leasing S.A. (“Real Leasing”), companhias com sede no Brasil, conforme descrito em organograma abaixo:

---

<sup>19</sup> OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*. P. 87.

<sup>20</sup> Disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5801-0.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.



A principal questão neste caso consiste na aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, no sentido de obrigar a RFS a realizar a oferta pública de aquisição de ações, tendo em vista a aquisição do controle da ABN, uma companhia cujo capital era pulverizado.

Em voto proferido pelo Diretor Durval Soledade, a CVM entendeu pela não obrigatoriedade de realização de uma oferta pública de aquisição de ações pelo RFS aos acionistas detentores de ações emitidas pela ABN Arrendamento e pela Real Leasing, considerando que havia estrutura acionária pulverizada e, portanto, inexistia um controle definido. Ainda, tendo em vista que a aquisição do controle da ABN ocorreu através de uma oferta pública de aquisição de controle, considerou-se que houve uma aquisição originária de controle.

Para desconsiderar a aplicabilidade do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas ao caso, o Diretor orienta-se pelo seguinte raciocínio:

“(…) com a oferta pública de aquisição de ações realizada pela RFS, operou-se a formação da posição de acionista controlador no ABN, até então inexistente. Assim, a aquisição do controle no caso concreto caracterizou-se como originária, visto que não ocorreu efetivamente a transferência de bloco de controle, tal como acontece na alienação de controle, mas sim o seu surgimento. (…) A modalidade de

aquisição originária não se enquadra nos requisitos elencados no art. 254-A, mais precisamente a necessidade de ter havido transferência onerosa do controle (alienação)”<sup>21</sup>.

Depreende-se do voto do Diretor Durval Soledade que deve haver a transferência de um controle preexistente e definido para que se caracterize uma alienação de controle nos termos do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas – ou seja, deve haver um acionista controlador definido anteriormente à alienação de controle. Nos casos em que a companhia insere-se em um contexto em que não há controle definido e que a operação societária ocorrida faz emergir um controle, isto é, quando não há um acionista controlador definido inicialmente, resta excluída aplicação do artigo 254-A e a consequente obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações, por tratar-se, nestes casos, de aquisição originária de controle.

Embora não tenha sido o objeto central do Processo Administrativo CVM RJ 2005/4069, anteriormente analisado, o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, ao tratar a definição de acionista controlador, expressa brevemente o entendimento acerca de uma operação estruturada tal qual a aquisição do controle indireto da ABN Arrendamento, indicando que “tem-se como pacífico que a alienação de controle mediante oferta pública para investidores dispersos no mercado não gera oferta pública (pois ninguém o adquire)”<sup>22</sup>.

Em uma outra oportunidade, no âmbito do Processo Administrativo RJ 2009/0471<sup>23</sup>, o Colegiado da CVM analisou a obrigatoriedade de realização de uma oferta pública de aquisição de ações em função da aquisição do controle acionário da Endesa S.A. (“Endesa”), companhia com sede na Espanha, pelas companhias Acciona S.A. (“Acciona”) e Enel Energy Europe S.R.L. (“Enel”), tendo em vista que a Endesa controlava indiretamente a Companhia

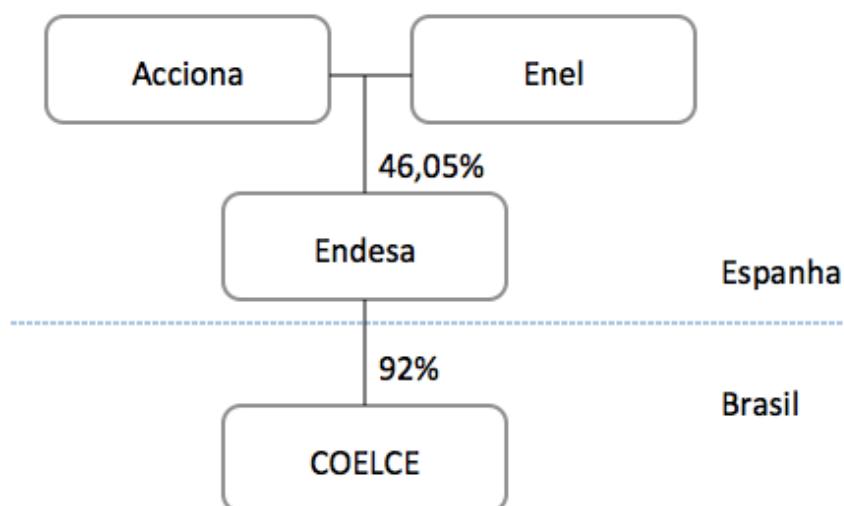
---

<sup>21</sup> Voto proferido pelo Diretor Durval Soledade no âmbito do Processo RJ CVM 2007/14099, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5801-0.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

<sup>22</sup> Voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no âmbito do Processo RJ CVM 2005/4069, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4788-0.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

<sup>23</sup> Disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6357-0.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

Energética do Ceará – COELCE (“COELCE”), conforme disposto em organograma abaixo, sendo que, neste caso, houve a aquisição originária do controle da Endesa, dado que suas ações estavam dispersas no mercado.



Em seu voto, o Diretor Otavio Yazbek decidiu pela não aplicabilidade do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas a este caso, por entender que:

“se não houver aquele controle preexistente, não há, também, que se falar em transferência, mas sim na chamada aquisição originária de controle. (...) Em tais casos, justamente por não haver um bloco de controle anteriormente constituído, não há que se falar propriamente em transferência de poder de controle, não incidindo também o regime estabelecido pelo citado art. 254-A da Lei nº 6.404/76”<sup>24</sup>.

Sendo estes os Processos Administrativos que tratam da aplicabilidade do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas aos casos em que há aquisição originária de controle societário, conclui-se que a orientação da CVM

<sup>24</sup> Voto proferido pelo Diretor Otavio Yazbek no âmbito do Processo RJ CVM 2009/0471, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6357-0.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

é no sentido de sua inaplicabilidade. Isto é, a transferência de controle de que trata referido artigo deve ser entendida como resultado de uma aquisição derivada do controle acionário, ou seja, a aquisição de um controle que já se encontra anteriormente definido.

Ainda sobre o entendimento do Colegiado da CVM acerca da referida aplicação do artigo 254-A, conforme demonstrado acima, observa-se a interpretação literal do dispositivo legal. Isto é devido, sobretudo, ao emprego do termo “transferência” na redação do parágrafo 1º, do artigo 254-A. Nesse interim, a tradição de um objeto pressupõe a posse deste objeto; sem a posse, não há que se falar na tradição, uma vez que não há o que ser transferido. Desta forma, não é possível tratar uma operação de aquisição originária do controle acionário como uma alienação de controle, visto que não haverá a transferência do controle, mas sim a constituição e formação deste.

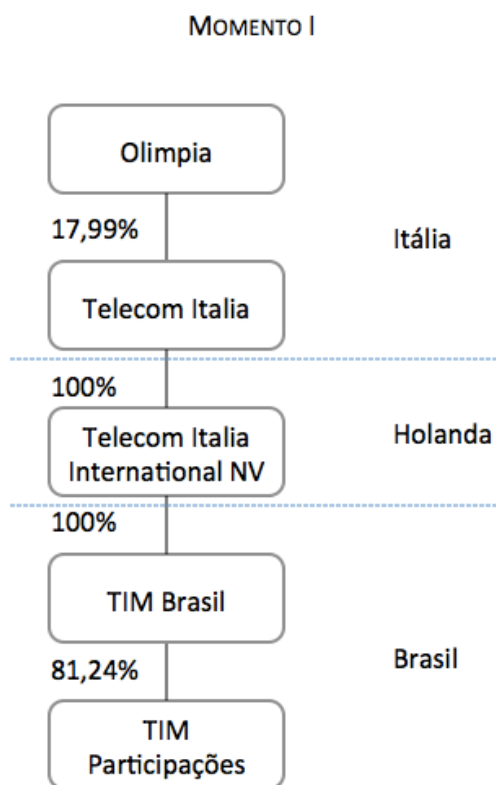
Logo, parece mais apropriado empregar a expressão “alienação de controle” na ocorrência de uma transferência, isto é, quando houver um controle anteriormente definido, e empregar a expressão “aquisição de controle” na ocorrência da formação originária de um controle, tal como ocorre nos casos em que as ações estão dispersas no mercado.

## **6.2. Controle minoritário e controle majoritário**

Ainda quanto à natureza do controle alienado, questiona-se a possibilidade de ser este um controle minoritário, isto é, exercido por um acionista que não detém a maioria das ações com direito a voto, mas que consegue prevalecer nas decisões de assembleia, mesmo com sua participação minoritária. Esta situação também é chamada como controle de fato.

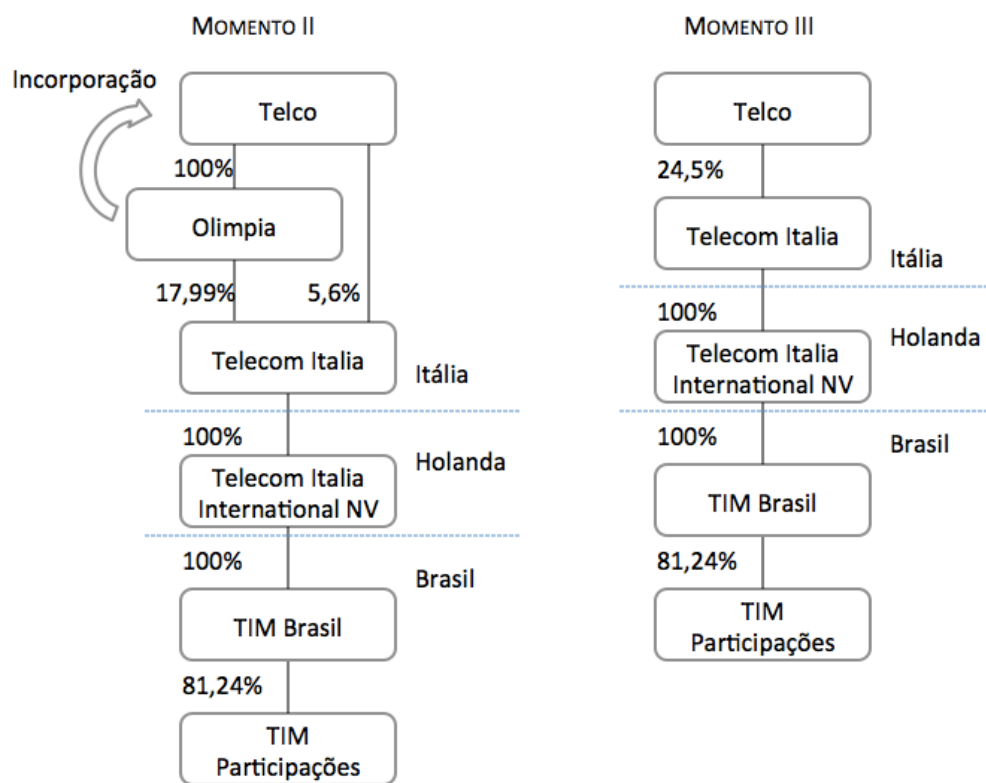
No âmbito da CVM, apenas um Processo Administrativo trouxe à discussão esta questão, qual seja, o Processo Administrativo RJ 2009/1956<sup>25</sup>. Neste caso, analisa-se a necessidade de realização de oferta pública de aquisição, tendo em vista a alienação do controle indireto da TIM Participações S.A. (“TIM Participações”).

Inicialmente, a TIM Participações era controlada pela TIM Brasil Serviços e Participações S.A. (“TIM Brasil”), cujo capital era integralmente detido pela Telecom Italia International NV, sociedade holandesa que, por sua vez, era subsidiária integral da Telecom Italia S.p.A., companhia aberta italiana (“Telecom Italia”). A principal acionista da Telecom Italia era a Olimpia S.p.A. (“Olimpia”), detentora de 17,99% (dezessete vírgula noventa e nove por cento) de seu capital votante, conforme organograma descrito abaixo:



<sup>25</sup> Disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-026ED15072009.htm>>> acesso em 19 de junho de 2013.

A operação societária consistiu na aquisição, mediante contrato, da totalidade das ações da Olimpia pela Telco S.p.A. (“Telco”). Na mesma data, Mediobanca S.p.A e Assicurazione S.p.A. fizeram um aporte de capital na Telco, contribuindo com ações ordinárias emitidas pela Telecom Italia, em montante equivalente a 5,6% do capital votante. Posteriormente, a Telco incorporou a Olimpia e adquiriu nova participação da Telecom Italia, passando a deter diretamente 24,5% (vinte e quatro e meio por cento) do capital votante da Telecom Italia, conforme organograma descrito abaixo.



Adicionalmente, deve-se considerar o histórico de participação dos acionistas nas assembleias gerais da Telecom Italia, de forma a verificar o exercício do poder de controle pela Telco, conforme tabela abaixo.



<b>DATA DA ASSEMBLEIA</b>	<b>ACIONISTAS PRESENTES COM DIREITO A VOTO</b>	<b>PARTICIPAÇÃO DA OLIMPIA/TELCO EM RELAÇÃO AOS ACIONISTAS PRESENTES</b>
07.04.2005	38,67%	55,49%
13.04.2006	31,42%	57,25%
16.04.2007	36,03%	49,94%
14.04.2008	39,49%	62,06%
08.04.2009	39,80%	61,57%

Ao final de toda a operação societária, questiona-se a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição pela Telco aos acionistas minoritários da TIM Participações, considerada a alienação de controle ocorrida na Itália, envolvendo a aquisição, pela Telco, da totalidade das ações da Olimpia.

Levado o caso para análise e decisão pelo Colegiado da CVM, ressalte-se que a primeira questão debatida consistiu na definição da legislação que deveria ser aplicada ao caso. A Diretora Maria Helena Santana considerou a lei italiana, enquanto os Diretores Eliseu Martins, Eli Loria e Otavio Yazbek optaram pela lei brasileira. Tendo em vista que o voto proferido pela Diretora Maria Helena Santana parte do pressuposto da aplicação da lei italiana e, portanto, não discute qualquer ponto relacionado à aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, o voto desta Diretora não foi considerado para os fins da análise proposta.

Ademais, não será objeto de análise as discussões travadas quanto à lei aplicável, tendo em vista que o foco deste trabalho consiste na análise das decisões que tratam das definições de alienação de controle e de poder controle e questões correlatas. Logo, pretende-se analisar, a partir deste Processo Administrativo, a possibilidade de aplicar o artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas para os casos de alienação de controle minoritário, dada a participação acionária detida pela Olimpia que foi alienada à Telco.

O Diretor Eliseu Martins orientou seu voto a partir da divisão em dois problemas, questionando (i) a ocorrência de alienação de controle; (ii) o exercício do controle indireto da TIM Participações pela Olimpia.

Em relação à primeira questão, considera ter havido alienação de controle, dado que estão cumpridos os requisitos do artigo 254-A para tanto. Ou seja, o controle acionário foi transferido para pessoa diversa da anterior detentora, através de uma efetiva transferência onerosa de ações.

Quanto à segunda questão, o Diretor reconstrói o histórico das deliberações em assembleia da Olimpia, verificando que, até o momento antes da operação, a Olimpia obteve a maioria dos votos, conseguindo eleger a maioria dos membros da administração. No entanto, argumenta que esse histórico não é suficiente, sendo necessário verificar que os direitos de sócios detidos pela Olimpia poderiam garantir o exercício deste poder de forma permanente, tal como exige a Lei das Sociedades Anônimas. Neste sentido, entende que

“a expressão ‘de modo permanente’ parece indicar a necessidade de continuidade ou ininterrupção para a caracterização do controle, mas a lei não determina um prazo mínimo de permanência. Fábio Konder Comparato menciona que ‘a preponderância permanente nas deliberações opõe-se à meramente eventual, isto é, a que depende de fato incerto, para existir’, e admite que essa permanência pode ser questionada nas hipóteses de controle minoritário. Acrescenta o autor que ‘preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos’.

(...)

É claro que essa preponderância, no extremo, apenas é garantida nos casos de controle majoritário, pois nesses casos há impossibilidade fática de o controlador encontrar resistência à sua vontade nas

assembleias. Mas essa visão extrema não me parece a melhor interpretação do art. 116<sup>26</sup>.

Desta forma, por entender que houve alienação de controle e que a Olimpia de fato exercia o controle indireto de TIM Participações, uma vez que um único episódio em que não foi conseguida a maioria de votos em assembleia não é suficiente para descaracterizar o controle, o Diretor Eliseu Martins entende pela aplicabilidade do artigo 254-A ao caso, reconhecendo, portanto, a alienação de controle minoritário.

Em sentido oposto, os Diretores Eli Loria e Otavio Yazbek votaram pela não aplicação do artigo 254-A ao caso, entretanto, por razões distintas. Convém analisar separadamente o fundamento dos votos destes Diretores.

O Diretor Eli Loria pauta seu voto na análise da definição de acionista controlador para fins do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, reconhecendo que, para tanto, é necessário preencher apenas o primeiro requisito estabelecido pelo artigo 116, conforme anteriormente analisado. A partir desta constatação, passa a analisar a necessidade de o acionista controlador deter direitos de sócio que lhe assegurem de forma permanente a maioria dos votos em assembleia, alegando que

“se o alienante não possui o poder de controle de forma permanente, ainda que seja o ‘controlador de fato’, não pode alienar o que não tem e o adquirente não se obriga a realizar oferta pública de aquisição perante os demais acionistas. Símile, a qualquer um, no caso ao acionista minoritário, não é permitido exigir aquilo a que não tem direito.

(...)

Entendo que as atuais regras definindo ‘alienação de poder de controle’ não abrangem a alienação de

---

<sup>26</sup> Voto proferido pelo Diretor Eliseu Martins no âmbito do Processo RJ CVM 2009/1956, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-1.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

controle minoritário e, portanto, tal alienação não resulta na necessidade de realização de uma OPA<sup>27</sup>.

Para o Diretor Eli Loria, portanto, deve-se proceder à interpretação literal em relação à permanência. Assim, ainda que obtenha a maioria em assembleia e consiga eleger a maioria da administração, tem-se que o controlador minoritário não detém ações que lhe confirmam o poder de controle de forma permanente, não podendo ser considerado, para os fins do artigo 254-A, o acionista controlador alienante.

Por sua vez, o Diretor Otavio Yazbek problematiza o caso do ponto de vista lógico, questionando “como combinar a detenção de uma participação minoritária com aquela detenção, ‘*de modo permanente*’, do poder de definir o conteúdo das deliberações sociais e de eleger a maioria dos administradores?”<sup>28</sup>. Em seguida, reconstrói a evolução legislativa, indicando que, à época da vigência do revogado artigo 254, a Resolução CMN nº. 401/76 tratava do controle minoritário e fornecia critérios objetivos para que o acionista minoritário pudesse ser considerado acionista controlador. Entretanto, o atual artigo 254-A não regula a situação; tampouco existe atualmente qualquer outra regra no sistema jurídico brasileiro que oriente esta questão.

Analisando em concreto o caso em questão, o Diretor Otavio Yazbek conclui pela inaplicabilidade do artigo 254-A, por entender que, ainda que no resultado das últimas assembleias tenha prevalecido o voto da Telco, não está evidente o controle permanente detido pela Olimpia.

Assim, a partir dos três votos analisados, tem-se que a posição do Colegiado da CVM é no sentido de que o “modo permanente” de que trata o artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas não pode ser verificado apenas casuisticamente, isto é, analisando os resultados obtidos em deliberações de assembleia geral. O fato de o poder de controle poder ser exercido por outro

---

<sup>27</sup> Voto proferido pelo Diretor Eli Loria no âmbito do Processo RJ CVM 2009/1956, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-4.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

<sup>28</sup> Voto proferido pelo Diretor Otavio Yazbek no âmbito do Processo RJ CVM 2009/1956, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6360-4.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

acionista com participação societária superior a qualquer tempo impede que o acionista minoritário que exerce o poder de controle seja considerado permanente para os fins do artigo 116. Portanto, não pode o controle de fato, ou o controle minoritário, ser considerado para o propósito de aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.

## **7. A alienação de ações entre membros do bloco de controle e a definição de terceiro adquirente**

Preliminarmente, cumpre esclarecer que o conceito de bloco de controle diverge do conceito de poder de controle. Trata-se o bloco de controle do conjunto de ações detidas pelo acionista controlador que o permitem exercer o poder de controle. Este, por sua vez, consiste no poder de gerência da companhia exercido por um acionista detentor de ações que lhe garantem, de modo permanente, a maioria dos votos em assembleia geral, podendo assim eleger a maioria dos membros da administração. Conforme Bulhões Pedreira e Lamy Filho, trata-se do “poder supremo da estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador – titular da maioria pré-constituída dos votos na Assembleia Geral”<sup>29</sup>. Ou seja, o poder de controle decorre do bloco de controle.

Isto posto, questiona-se a necessidade de realizar uma oferta pública de aquisição de ações nos casos em que a alienação ocorre entre os acionistas que integram o bloco de controle. Nesta situação, o bloco de controle é formado por uma pluralidade de acionistas, que exercem o poder de controle de forma conjunta. Por um lado, pode-se entender que há transferência do poder de controle, dado que a transferência das ações por um acionista a outro e a retirada do acionista alienante do bloco de controle altera substancialmente a composição do bloco e a definição do acionista controlador. Por outro lado, pode-se entender que não há transferência do controle, se considerado que o acionista adquirente exercia o controle anteriormente à ocorrência da operação e que se trata tão somente de um fortalecimento da sua situação como acionista controlador.

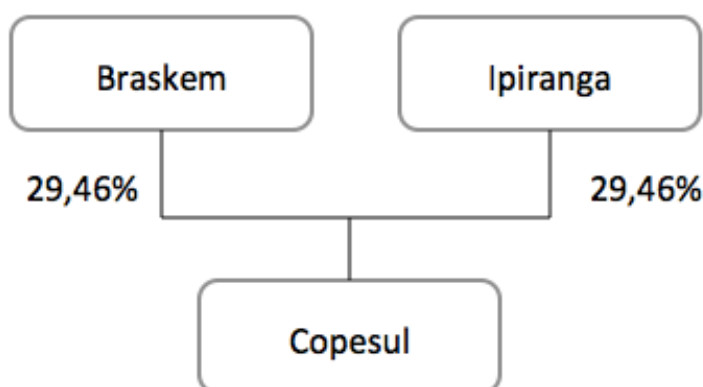
Nos termos da ICVM 361, em trecho acima transcrito, a definição de alienação de controle pressupõe que os valores mobiliários e/ou direito correlatos devem ser transferidos a, e adquiridos por, um terceiro ou conjunto de terceiros. Desta forma, o ponto fundamental para compreender a questão é

---

<sup>29</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo *apud* PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. P. 22.

identificar quem pode ser caracterizado como terceiro adquirente ou conjunto de terceiros adquirentes. No caso específico de alienação de ações entre integrantes do bloco de controle, resta saber se o acionista adquirente pode ser caracterizado como um terceiro.

O Processo Administrativo RJ 2007/7230<sup>30</sup> traz à análise a operação societária ocorrida na Companhia Petroquímica do Sul (“Copesul”), controlada pela Braskem S.A. (“Braskem”), detentora de 29,46% de seu capital social, e pela Ipiranga Petroquímica S.A. (“Ipiranga”), também detentora de 29,46% do capital social, conforme disposto em organograma abaixo. Braskem e Ipiranga eram signatárias de acordo de acionistas e exerciam o poder de controle de forma compartilhada. A operação societária consiste na aquisição pela Braskem da participação detida pela Ipiranga na Copesul.



De acordo com o voto proferido pelo Diretor Eli Loria, a obrigatoriedade de realização de oferta pública, em virtude de uma alienação de controle, surge da verificação de dois requisitos: (i) a titularidade do controle deve ser transferida a pessoa diversa que não seja o anterior detentor do controle; e (ii) a transferência das ações integrantes do bloco de controle deve ocorrer a título oneroso.

<sup>30</sup> Disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2007-027ED11072007.htm>>> acesso em 19 de junho de 2013.

A partir destes requisitos, o Diretor Eli Loria considera que não há obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações, em razão do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, no contexto de uma alienação de participação acionária a uma pessoa já integrante do bloco de controle, por não estar preenchido o primeiro requisito, qual seja, a transferência a um terceiro, a uma pessoa diversa que não seja o controlador anterior. Em suas palavras,

“a venda de participação a uma pessoa já integrante do bloco de controle não implica, em princípio, na obrigatoriedade de realização de oferta pública. E tal foi o entendimento do Colegiado da CVM, em 22/07/03, ainda que esse não fosse o principal ponto do caso, quando da apreciação do Processo CVM nº. RJ2002/7888, que tratava da aplicabilidade do art. 256 da Lei nº. 6.404/76 em caso de aquisição de controle compartilhado, no dizer do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro:

*‘Ressalvo que, no meu entender, numa operação em que um controlador vende sua participação – total ou parcial – a outro controlador, não haveria, em princípio, para efeitos do art. 256, compra do controle, pois o comprador já ocupava antes da operação a posição jurídica de controlador, adquirindo apenas um reforço do controle’<sup>31</sup>. (grifos do Diretor)*

Ainda quanto ao exercício do poder de controle de forma compartilhada, defendeu-se que não poderia restar caracterizada a alienação de controle, uma vez que

“como nenhuma das duas empresas exercia isoladamente o controle da Copesul, tem-se que a Ipiranga alienou valores mobiliários para a Braskem, mas não o poder de controle, pois não detinha o mesmo, pelo menos não em sua plenitude”<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> Voto proferido pelo Diretor Eli Loria no âmbito do Processo RJ CVM 2007/7230, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5533-0.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

<sup>32</sup> Idem.



Observe-se que neste último trecho transcrito o Diretor Eli Loria faz uma distinção entre a transferência do poder de controle e a mera transferência de valores mobiliários. O artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas trata da transferência do poder de controle, isto é, a transferência de valores mobiliários e direitos a estes relacionados que venham a resultar na alienação do controle acionário da companhia. Conforme analisado anteriormente, o entendimento da CVM é no sentido de que o controle somente poderá ser transferido se for anteriormente detido pelo acionista alienante.

No caso concreto, não é possível considerar que a Ipiranga aliena o poder de controle para a Braskem, tendo em vista que a Ipiranga não detém isoladamente o controle acionário da Copesul. O fato de a Ipiranga exercer o controle da Copesul decorre do acordo firmado com a Braskem, pelo qual estas acionistas exercem o controle de forma compartilhada. Portanto, a alienação da participação acionária detida pela Ipiranga na Copesul à Braskem consiste em uma mera transferência de ações, porque não resulta na transferência do controle acionário. Para que restasse configurada a transferência do controle, a operação deveria estar estruturada de forma que Ipiranga e Braskem, conjuntamente, transferissem o controle que detêm também conjuntamente a um terceiro adquirente.

Ainda, é possível relacionar o entendimento do Diretor Eli Loria de que nenhuma das acionistas detinha o controle da Copesul em sua plenitude com o entendimento anteriormente analisado acerca da aplicabilidade do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas nas situações que envolvem controle originário.

Considerando o entendimento do Diretor Eli Loria, a aquisição da participação da Ipiranga pela Braskem pode ser entendida como uma aquisição originária de controle: se durante a vigência do acordo de acionistas, quando as companhias detinham a mesma participação acionária, foi considerado que nenhuma detinha o controle em sua plenitude, a concentração de toda a participação em uma única acionista acaba por definir o controle, que passa a ser exercido de forma plena pela Braskem. Conseqüentemente, conforme

análise anterior, esta operação societária de aquisição originária do controle também não seria considerada como desencadeadora de uma oferta pública de aquisição.

O Diretor Eli Loria conclui seu voto no sentido de que a operação caracteriza apenas uma concentração do controle pela Braskem. O ponto crucial para esta conclusão consiste na análise da caracterização do terceiro adquirente. Entende-se que, neste caso, a Braskem não pode ser entendida como um terceiro, uma vez que anteriormente exercia, ainda que de forma compartilhada com a Ipiranga, o controle da Copesul. Assim, para que de fato houvesse um terceiro, este precisaria ser uma pessoa diversa, que não Braskem e Ipiranga. Dado que a alienação não ocorre a um terceiro, mas sim a um membro do bloco de controle, há apenas o reforço do controle.

Ainda no âmbito do Processo Administrativo RJ 2007/7230, o Diretor Marcelo Trindade expressa em seu voto outra interpretação acerca da caracterização do terceiro adquirente. Para este Diretor, o termo “terceiro” visa a indicar tão somente outra pessoa que não o acionista controlador, para que possa ocorrer a transferência. Em suas palavras:

“a referência a terceiro deve ser interpretada como uma mera explicitação da distinção de sujeitos sem a qual não se pode falar em alienação, e até mesmo como esclarecedora do fato de que a alienação a uma pessoa controlada pelo controlador alienante não obrigaria à realização da OPA”<sup>33</sup>.

Apesar da interpretação distinta quanto à interpretação de terceiro, o Diretor Marcelo Trindade põe-se de acordo com o voto proferido pelo Diretor Eli Loria, defendendo que não houve alienação de controle, por acreditar que este

---

<sup>33</sup> Voto proferido pelo Diretor Marcelo Trindade no âmbito do Processo RJ CVM 2007/7230, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5533-1.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

“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”<sup>34</sup>.

Ou seja, ainda que o Diretor Marcelo Trindade considere que a Petrobras pode ser considerada como o terceiro adquirente, o fato de nenhuma das acionistas deter o controle isoladamente impede que a operação seja considerada como uma alienação de controle.

---

<sup>34</sup> Idem.

## **8. A inaplicabilidade do artigo 254-A às operações de incorporação de companhia**

Conforme mencionado anteriormente, as operações societárias que envolvem controle acionário são desenvolvidas a partir de estruturas bastante complexas, com vistas a evitar a incidência do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas e, conseqüentemente, a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações. Assim, os participantes destas operações valem-se das mais diversas estruturas societárias possíveis para cumprir com tal finalidade.

Deve-se salientar ainda que, ao tratar das alienações de controle, a Lei das Sociedades Anônimas não restringe as possibilidades de estruturação das operações societárias que venham a resultar em alienação de controle societário. Por sua vez, a ICVM 361, ao definir alienação de controle em seu artigo 29, parágrafo 4º, admite que a alienação de controle ocorra por uma operação ou por um conjunto de operações societárias, de modo que não está estabelecida na legislação uma forma típica de estruturação das operações de alienação de controle, sobre as quais incide o artigo 254-A.

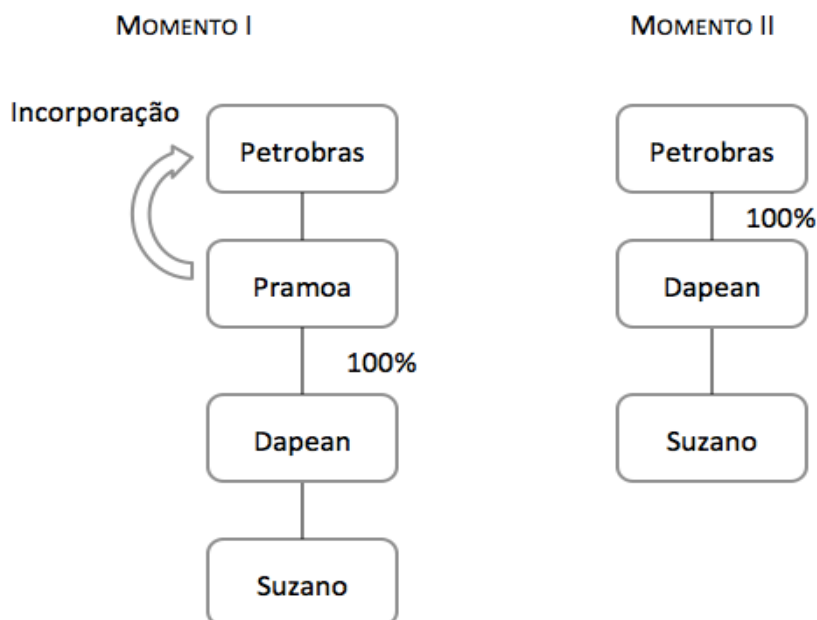
Uma estrutura societária que pode causar confusão quanto à obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações é a incorporação de companhia, conforme estabelecida no artigo 223 e seguintes da Lei das Sociedades Anônimas.

Por ocasião do Processo Administrativo RJ 2008/4156<sup>35</sup>, discutiu-se sobre a aplicabilidade do artigo 254-A à uma incorporação societária. Em 30 de novembro de 2007, a Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobras”) adquiriu o controle acionário indireto da Suzano Petroquímica S.A. (“Suzano”), através de aquisição da participação detida pelos antigos controladores da Pramoia Participações S.A. (“Pramoia”), controladora da Dapean Participações S.A. (“Dapean”), que por sua vez controlava a Suzano. Posteriormente, ocorreu a incorporação da Pramoia pela Petrobras, de forma que esta passou a controlar

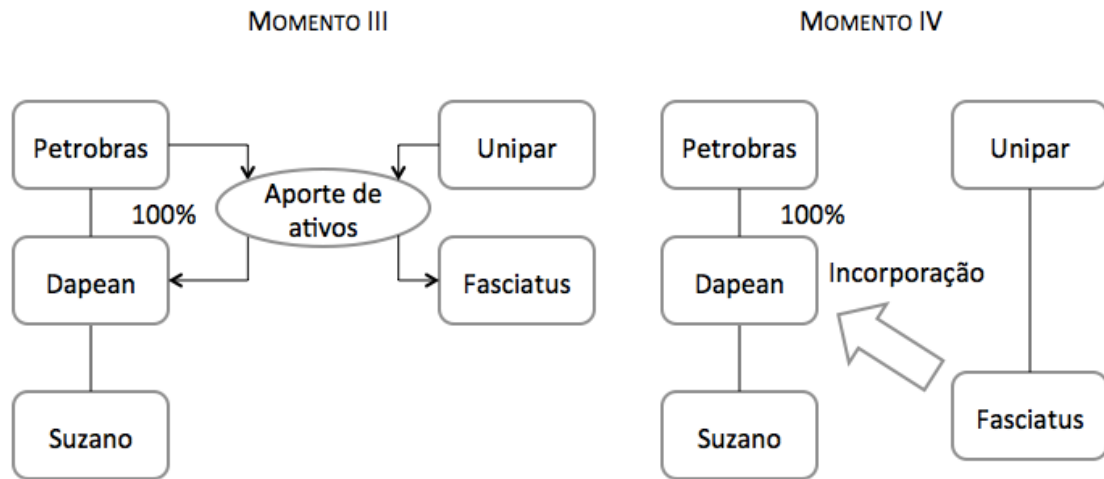
---

<sup>35</sup> Disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2008-023ED17062008.htm>>> acesso em 19 de junho de 2013.

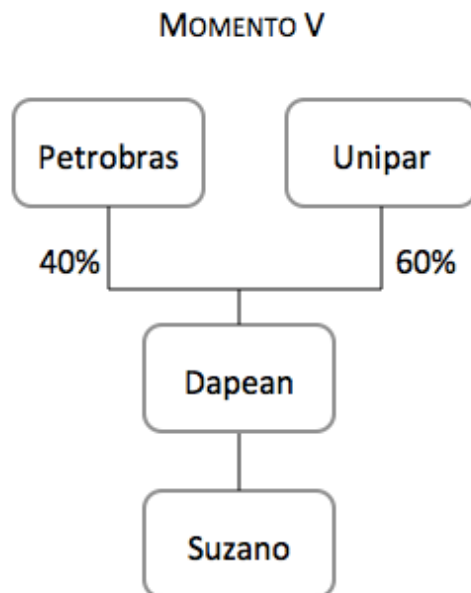
diretamente a Dapean, conforme disposto em organograma abaixo. Esta alienação de controle societário deu origem à primeira oferta pública, realizada pela Petrobras, através da Dapean, para aquisição das ações da Suzano.



Em um segundo momento, a Petrobras firmou com a União de Indústrias Petroquímicas S.A. (“Unipar”) o compromisso de consistir a sociedade CPS para consolidar os ativos petroquímicos detidos por estas companhias. Assim, a Unipar realizou o seu aporte na Fasciatus Participações S.A. (“Fasciatus”), subsidiária integral da Unipar, enquanto a Petrobras realizou o seu aporte na Dapean. Ato contínuo, procedeu-se à incorporação da Fasciatus pela Dapean, conforme disposto em organograma abaixo.



Ao final, a Unipar deteria 60% (sessenta por cento) do capital votante da Dapean, e a Petrobras, 40% (quarenta por cento), de forma que a Suzano, antes controlada indiretamente pela Petrobras, passará a ser controlada indiretamente pela Unipar, conforme disposto em organograma abaixo.



O ponto controvertido desta operação consiste na obrigatoriedade de a Unipar realizar uma oferta pública de aquisição de ações destinada aos

acionistas da Suzano, uma vez que o controle, anteriormente detido pela Petrobras, passará a ser detido pela Unipar. Ou seja, questiona-se se a incorporação da Fasciatus pela Dapean pode ser considerada como uma alienação indireta do controle societário da Suzano.

Voto vencido, o Diretor Sergio Weguelin entendeu pela aplicação do artigo 254-A, considerando a incorporação uma alienação indireta de controle. O Diretor reconhece, ainda, que não estão configurados dois requisitos para a realização da oferta pública, sendo estes: (i) a transferência de valores mobiliários, e (ii) a onerosidade da transferência. No entanto, adota uma interpretação ampla e não literal, sugerindo que se deve observar o efeito prático. Em suas palavras,

“o art. 254-A se aplica às hipóteses de transferência indireta de controle, assim considerada a transferência, por meio de acordo, dos direitos políticos e econômicos dos valores mobiliários que asseguram o poder de controle. O consenso entre o acionista que deixa o controle e aquele que o assume – a alternância do controle da SZPQ foi um dos objetivos declarados de todo o processo – configura esta hipótese de transferência indireta, a meu sentir. Em outras palavras, embora não haja transferência direta de valores mobiliários, há um efeito prático equivalente, que justifica a realização da OPA”<sup>36</sup>.

O principal problema do voto proferido pelo Diretor Sergio Weguelin consiste na interpretação de que o consenso entre a Petrobras e a Unipar é suficiente para configurar a alienação indireta do controle, mesmo que não haja a transferência onerosa de valores mobiliários. Desta forma, a verificação dos efeitos práticos da operação societária seria mais relevante que o fato de não ser observado o cumprimento do principal requisito para uma alienação de controle, qual seja, a transferência de valores mobiliários. A interpretação do Diretor Sergio Weguelin, além de não literal, é contrária à orientação do

---

<sup>36</sup> Voto proferido pelo Diretor Sergio Weguelin no âmbito do Processo RJ CVM 2008/4156, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6054-0.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

dispositivo legal, uma vez que não há transferência de ações no caso concreto, o que é essencial para a caracterização de uma alienação de controle.

Em sentido oposto, o Diretor Marcos Pinto Barbosa proferiu voto consolidando o entendimento final do Colegiado da CVM, determinando que a incorporação de uma companhia não configura uma alienação indireta do controle acionário. Defendendo que a CVM deve pautar-se pela interpretação literal, discorre acerca do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas:

“por mais problemas interpretativos que esse dispositivo possa ensejar, um requisito parece estar acima de dúvida: a necessidade de uma ‘transferência’ ou ‘cessão’, seja de ações, seja de valores mobiliários, seja de direitos de subscrição, seja de outros títulos.

(...)

Neste caso, não houve qualquer transferência: as ações detidas pela Petrobras nunca mudaram de mãos. Antes e depois da incorporação, Petrobras mantém as mesmas ações e em mesmo número. Sua participação societária sofre diluição significativa, o que faz com que ela perca o controle da companhia, mas não há nenhuma transferência. Por conseguinte, não há alienação de controle segundo o critério previsto no §1º do art. 254-A”<sup>37</sup>.

Da análise destes votos, pode-se concluir que o entendimento prevalescente no Colegiado da CVM é no sentido de que a incorporação de uma sociedade, nos termos do artigo 223 e seguintes da Lei das Sociedades Anônimas não configura alienação de controle. O ponto fundamental para afastar a aplicabilidade do artigo 254-A consiste no fato de a implementação de uma incorporação não apresentar o principal requisito para que esteja caracterizada uma alienação de controle nos termos do artigo 254-A, qual seja, a transferência onerosa de valores mobiliários.

---

<sup>37</sup> Voto proferido pelo Diretor Marcos Pinto Barbosa no âmbito do Processo RJ CVM 2008/4156, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6054-1.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.



## 9. Considerações finais

Conforme exposto inicialmente, os dispositivos legais que tratam da oferta pública de aquisição decorrente de alienação de controle apresentam algumas lacunas, sobretudo em relação à definição de alienação de controle e de poder de controle. Desta forma, cumpre à CVM, ao analisar e julgar as operações societárias, apresentar seu entendimento acerca de tais conceitos, bem como demonstrar o raciocínio que embasa tal compreensão.

Observou-se que a CVM adota uma interpretação literal das regras que tratam da oferta pública obrigatória, evidenciada nos votos proferidos no âmbito dos Processos Administrativos: os Diretores reiteradamente buscam analisar o que está expressamente disposto na lei. Neste contexto, discorrem sobre a forma de interpretação adotada, indicando as razões para a referida interpretação literal. No entendimento do Diretor Marcelo Trindade,

“não se deve admitir, nesta seara, a velha crítica à interpretação literal, pois ela deve sempre ser a preferível, quando se trata de mercado de capitais, e do seu notório gosto pela segurança jurídica e pela estabilidade”<sup>38</sup>.

Entretanto, a justificativa para a adoção da interpretação literal não consiste na necessidade de estabilidade ou segurança jurídica. Mesmo porque esta não seria inerente ou devida apenas para as questões envolvendo o mercado de capitais. Desta forma, a grande questão para adoção da interpretação literal consiste na dificuldade de identificar o propósito do artigo 254-A.

---

<sup>38</sup> Voto proferido pelo Diretor Marcelo Trindade no âmbito do Processo RJ CVM 2007/7230, disponível em << <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5533-1.HTM> >> acesso em 19 de junho de 2013.

Sem dúvidas, seu fundamento é conferir proteção ao acionista minoritário. Todavia, não se sabe ao certo qual o seu propósito. Sobre esta questão, orienta o Diretor Marcos Barbosa Pinto:

“Precisamos reconhecer que é muito difícil identificar um propósito claro para o art. 254-A. Na literatura internacional, costuma-se atribuir três possíveis propósitos para a obrigatoriedade de oferta pública por alienação de controle: (i) preservar a igualdade entre os acionistas; (ii) repartir o prêmio de controle; e (iii) conferir direito de saída em caso de mudança estrutural.

No Brasil, o primeiro objetivo foi aventado na vigência do revogado art. 254, que falava literalmente em ‘tratamento igualitário’. Mas qualquer que fosse a aderência desse propósito à disciplina legal anterior, ela deixou de existir após a reforma, pois o próprio art. 254-A permite o tratamento desigual: o acionista minoritário tem direito a apenas 80% do preço pago ao controlador. Além disso, só os ordinaristas têm direito à oferta. Por isso, a visão predominante é de que o art. 254-A visa repartir o prêmio de controle entre os acionistas. Mas por que então a oferta deve ser feita por 80% do valor pago ao controlador? Prêmios de controle pequenos não precisam ser divididos e prêmios maiores só precisam ser divididos acima de um determinado valor? Por que então os preferencialistas são excluídos da oferta?

Esses questionamentos já levaram alguns a sustentar que o propósito do art. 254-A é dar direito de saída aos acionistas em caso de alteração essencial na estrutura da empresa. Mas por que então a oferta só é exigida quando há efetiva alienação do controle e não em todas as situações e que o controlador da empresa muda, como na aquisição originária? Por que então não se confere o recesso nessa situação, ao invés de 80% do valor pago ao controlador?”<sup>39</sup>.

Isto posto, dada a dificuldade de estabelecer um propósito claro e definitivo para o artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, conforme

---

<sup>39</sup> Voto proferido pelo Diretor Marcos Pinto Barbosa no âmbito do Processo RJ CVM 2008/4156, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6054-1.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

anteriormente mencionado, o Colegiado da CVM adota a interpretação literal, de forma a estabelecer critérios objetivos e previsíveis para analisar a necessidade de realização de uma oferta pública e evitar, portanto, qualquer discricionariedade.

Ademais, observou-se que os Diretores do Colegiado da CVM fazem constantes referências aos votos proferidos anteriormente, com vistas a reiterar o posicionamento da CVM sobre uma determinada questão e também com a finalidade de vincular as decisões. Exemplo disso são as constantes menções ao voto apresentado pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa por ocasião do Processo Administrativo RJ 2005/4069, que puderam ser observadas na maioria das decisões que foram objeto de análise deste trabalho.

Por um lado, é louvável que os Diretores recorram a outros votos para fundamentar os seus próprios, uma vez que, desta forma, consolida-se um entendimento da autarquia, oferecendo aos participantes do mercado um mínimo de segurança e previsibilidade jurídica. Por outro lado, nem sempre as referências aos votos anteriores são realizadas da forma devida, gerando dúvidas em relação ao verdadeiro posicionamento do Colegiado da CVM. A título exemplificativo, observe-se o voto proferido pelo Diretor Durval Soledade no âmbito do Processo Administrativo RJ 2007/14099:

“a alienação do controle expressa no art. 254-A, seja ela direta ou indireta, pressupõe a existência de um acionista ou grupo de acionistas que, efetivamente, detenham e exerçam o poder de controle da companhia emissora das ações da sua titularidade, possibilitando, assim, a transferência onerosa de poder a outro acionista ou a terceiro, que se tornará então o novo acionista controlador”<sup>40</sup>.

Depreende-se do trecho transcrito que, para a caracterização do acionista controlador, é necessário preencher ambos os requisitos

---

<sup>40</sup> Voto proferido pelo Diretor Durval Soledade no âmbito do Processo RJ CVM 2007/14099, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5801-0.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

estabelecidos pelo artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas, quando, na verdade, a análise dos votos proferidos confirma o entendimento do Colegiado de que basta o cumprimento do primeiro requisito, qual seja, a titularidade de direitos de sócio que assegurem a maioria dos votos em assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos membros da administração da companhia.

Em virtude das eventuais referências equivocadas, alguns Diretores aproveitam para esclarecer a orientação dos votos que proferiram anteriormente, vide a declaração do Diretor Marcelo Trindade em seu voto no Processo Administrativo RJ 2007/7230:

“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”<sup>41</sup>.

Adicionalmente, cumpre analisar o posicionamento do Colegiado da CVM acerca da necessidade de realização da oferta pública obrigatória decorrente da alienação de controle de companhia aberta sob a ótica da hermenêutica.

Conforme indicado, os votos proferidos evidenciam que o Colegiado da CVM pauta-se da compreensão técnica dos vocábulos utilizados na redação do dispositivo legal para orientar seu posicionamento. Consiste, portanto, na adoção do processo literal de interpretação, o qual busca compreender a lei através da compreensão da linguagem, do valor e do significado das palavras<sup>42</sup>. Pode-se verificar este processo literal nas ocasiões em que o Colegiado analisou os conceitos de transferência e de terceiro adquirente para

---

<sup>41</sup> Voto proferido pelo Diretor Marcelo Trindade no âmbito do Processo RJ CVM 2007/7230, disponível em <<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5533-1.HTM>>> acesso em 19 de junho de 2013.

<sup>42</sup> HERKENHOFF, João Baptista. *Como aplicar o direito à luz de uma perspectiva axiológica, fenomenológica e sociológico-política*. P. 17.

estabelecer sua orientação sobre a definição de alienação de controle e de poder de controle.

De fato, este parece ser o processo mais adequado, tendo em vista que a lei apresenta diversas lacunas e não seria adequado que o Colegiado da CVM promovesse inovações, interpretando o dispositivo para além do que está redigido. Neste interim, conforme indicado pelo Diretor Marcelo Trindade, o referido processo de interpretação possibilita uma maior segurança e previsibilidade jurídica.

Entretanto, atente-se para o fato de que a interpretação literal afasta a consideração de qualquer ambientação. Desta forma, na análise literal pura não são consideradas as peculiaridades do caso em relação ao qual se está proferindo a decisão para a interpretação dos dispositivos legais. E este consiste no maior problema em adotar a interpretação literal, uma vez que são ignorados os outros elementos da operação.

Como exemplo, tem-se a análise do Processo CVM RJ nº. 2009/1956, em que foi discutido e considerado que o fato de a acionista minoritária não ter conseguido a maioria dos votos em assembleia por 0,04% (quatro décimos), em uma única ocasião, era suficiente para não caracterizar o controle acionário.

Contudo, a despeito da desconsideração da ambientação e de qualquer outro elemento que não a letra da lei pelo processo literal, entende-se que o Colegiado da CVM não deve pautar-se por qualquer outro processo interpretativo para decidir quanto à aplicabilidade do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas às operações societárias objeto de discussão. Apesar de fundamento para a adoção do processo literal não ser a necessidade de segurança e previsibilidade jurídica, é inegável que estas são fundamentais para um mercado de capitais com pretensões de expansão e desenvolvimento.

Ainda, dado que não é claro qual o propósito do artigo 254-A, é preferível que o Colegiado não adote uma interpretação legal que considere outros elementos, como sua função no sistema jurídico. Caso este fosse o processo interpretativo realizado pelo Colegiado, sem dúvidas haveria uma

maior dificuldade em estabelecer um entendimento consolidado a respeito da aplicação do artigo 254-A às operações societárias. Considerando que o fundamento do referido artigo consiste na proteção ao acionista minoritário nos casos de alienação de controle, os Diretores poderiam considerar formas distintas para conferir esta proteção.

Ademais, a interpretação literal exclui a ambientação quando da interpretação do dispositivo legal, mas não quando da aplicação do dispositivo. Ou seja, o Diretor primeiramente interpreta o dispositivo legal sem considerar o contexto de qualquer operação societária e, posteriormente, ao aplicá-lo ao caso concreto, considera as peculiaridades do caso. Portanto, o processo de interpretação literal não é problemático por não considerar as especificidades do caso concreto em análise, uma vez que estas especificidades serão consideradas no momento da aplicação dos dispositivos legais.

## Referências

## Bibliografia

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Jersey: Editora Transactions Publishers, 2005.

HERKENHOFF, João Baptista. *Como aplicar o direito à luz de uma perspectiva axiológica, fenomenológica e sociológico-política*. 3ª ed., rev., ampl. e atualizada. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1994.

OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

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

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

## Normas e Regulamentos

Resolução nº. 401/76, do Conselho Monetário Nacional. Disponível em <<[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1976/pdf/res\\_0401\\_v3\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1976/pdf/res_0401_v3_P.pdf)>>

acesso em 19 de junho de 2013.

Regulamento de Listagem do Nível 2 da BM&FBOVESPA. Disponível em

<<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2.pdf>>

> acesso em 19 de junho de 2013.

Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.  
Disponível em  
<<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>>> acesso em 19 de junho de 2013.

## Processos Administrativos

Processo Administrativo RJ 2005/4069. Disponível em  
<<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4788-0.HTM>>>  
acesso em 19 de junho de 2013.

Processo Administrativo RJ 2007/14099. Disponível em  
<<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5801-0.HTM>>>  
acesso em 19 de junho de 2013.

Processo Administrativo RJ 2007/7230 Disponível em  
<<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2007-027ED11072007.htm>>> acesso em 19 de junho de 2013.

Processo Administrativo RJ 2008/4156. Disponível em  
<<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2008-023ED17062008.htm>>> acesso em 19 de junho de 2013.

Processo Administrativo RJ 2009/1956. Disponível em  
<<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-026ED15072009.htm>>> acesso em 19 de junho de 2013.

Processo Administrativo RJ 2009/0471. Disponível em  
<<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=6357-0.HTM>>>  
acesso em 19 de junho de 2013.

Processo Administrativo RJ 2009/1956. Disponível em  
<<<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-026ED15072009.htm>>> acesso em 19 de junho de 2013.