

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
FACULDADE DE DIREITO**

**OS DESTINATÁRIOS DA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES DO ART. 254-A DA
LEI DAS S/A**

**CURITIBA
2006**

LUDMILA ARRUDA BRAGA

**OS DESTINATÁRIOS DA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES DO ART. 254-A DA
LEI DAS S/A**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
como requisito parcial à obtenção do grau em
bacharel em Direito, Faculdade de Direito,
Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Alfredo de Assis Gonçalves
Neto

**CURITIBA
2006**

TERMO DE APROVAÇÃO

LUDMILA ARRUDA BRAGA

OS DESTINATÁRIOS DA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES DO ART. 254-A DA LEI DAS S/A

Monografia de conclusão de curso aprovada como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel no Curso de Direito do Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:

.....

Prof. Dr. Alfredo de Assis Gonçalves Neto
Departamento de Direito Privado, UFPR

.....

Professor Dr. Edson Isfer
Departamento de Direito Privado, UFPR

.....

Professora Dra. Márcia Carla Pereira Ribeiro
Departamento de Direito Privado, UFPR

Curitiba,.....de.....2006

DEDICATÓRIA

*À meus pais, José e Isabella, ao meu irmão Gustavo e
à meus avós, Edson e Luzia, pelo amor e apoio incondicionais.*

AGRADECIMENTOS

*Ao Professor Alfredo de Assis Gonçalves
Neto, pelo voto de confiança e orientação.*

*“A tutela da minoria é um problema econômico e político, sendo jurídico somente o meio através do qual essa tutela atua” –
Giuseppe Ferri*

RESUMO

No Brasil, as companhias refletem uma estrutura societária altamente concentrada, inexistindo obstáculos ao acionista controlador para que faça prevalecer as suas decisões. Em contraposição a esta realidade, a Lei das Sociedades Anônimas (LSA) prevê uma série de mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, que permitem resguardar seus interesses frente ao controlador. Dentre estes mecanismos, destaca-se o direito de participar da Oferta Pública de Ações de alienação de controle da companhia, também denominada de *tag along*, previsto no art. 254-A da LSA. Este direito surge no momento em que se verifica a alienação onerosa das ações do bloco de controle a um terceiro, que passa a adquirir o comando da sociedade. Por representarem o poder de comandar a companhia, estas ações possuem um valor próprio, maior do que aquele negociado em Bolsa; por isso, ao alienar estas ações, o controlador alienante se retira da companhia recebendo um ágio. Desta forma, o art. 254-A da LSA é instrumento de proteção na medida em que também permite aos minoritários se retirarem da companhia aproveitando-se de parcela deste ágio, auferindo um valor maior do que aquele recebido em pregão. Assim, por ser instrumento de grande importância no direito societário, importa determinar quem poderá participar desta oferta pública, delimitando os seus destinatários.

Palavras-chave: oferta pública – *tag along* – alienação de controle – minoritários – destinatários – poder de controle – art. 254-A

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1. MECANISMOS DE PROTEÇÃO AOS MINORITÁRIOS NA LSA.....	3
1.1 Breve histórico do art.254-A da LSA.....	4
1.2 O texto legal: a estrutura do art. 254-A.....	11
1.3 O fundamento do art. 254-A.....	13
1.4 A finalidade do art. 254-A.....	15
2. O SOBREVALOR DAS AÇÕES PERTENCENTES AO BLOCO DE CONTROLE	17
2.1 Considerações prévias: o poder de controle e o acionista controlador.....	18
2.2 O sobrevalor das ações do bloco controle.....	21
2.3 A quem pertence o ágio do poder de controle?.....	24
3. A ALIENAÇÃO DE CONTROLE DA COMPANHIA ABERTA.....	30
3.1 A alienação do poder de controle direto.....	34
3.2 A alienação do poder de controle indireto.....	36
3.3 A aquisição do poder de controle em etapas.....	38
3.4 A alienação do controle obtido por meio de acordo de acionistas.....	40
4. OS DESTINATÁRIOS DA OPA NO ART. 254-A.....	41
4.1 As ações preferenciais na LSA.....	42
4.2 As ações ordinárias na LSA.....	45
4.3 O desafio do tratamento isonômico: “maioria” e “minoría” na LSA.....	49
4.4 A possibilidade de inclusão das ações preferenciais na OPA por alienação de controle.....	56
CONCLUSÃO.....	60
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	63

INTRODUÇÃO

O atual art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, introduzido por ocasião da Lei 10.303/2001, dispõe acerca da necessidade de se fazer oferta pública de aquisição de ações (doravante OPA) no caso de alienação de controle de companhia aberta. Determina ainda que esta deva ser efetivada pelo adquirente do controle, oportunidade na qual se propõe a adquirir as demais ações, pertencentes aos acionistas minoritários.

Com base neste dispositivo legal, o presente estudo tem por finalidade a definição e a caracterização dos destinatários desta OPA, que é condição legal de eficácia do negócio jurídico privado em que se transfere, onerosamente, o poder de controle da companhia aberta. Logo, buscar-se-á investigar as determinantes que levam à identificação destes destinatários, chamados de “minoritários” pelo antigo art. 254 e que, agora, são denominados como “demais acionistas com direito a voto”, pelo art. 254-A.

Para tanto, buscou-se inserir o tema na sua hipótese de incidência, qual seja, a alienação onerosa do poder de controle da sociedade anônima aberta. Preliminarmente, porém, deve-se fazer uma breve incursão sobre alguns tópicos essenciais para o deslinde da questão.

O trabalho está estruturado em quatro capítulos.

O primeiro capítulo tem como objetivo o delineamento de aspectos gerais do art. 254-A, inserindo-o dentro do rol de instrumentos que garantem ao minoritário a defesa de seus interesses na companhia. Pretende-se também estudar neste capítulo inaugural a perspectiva histórica do instituto, bem como os seus fundamentos e finalidades.

No segundo capítulo, discorrer-se-á acerca do ágio, que é valor específico correspondente ao poder de controle da sociedade anônima. Pretende-se lançar mão dos argumentos que embasam a sua existência, bem como seus elementos constituintes; por fim, busca-se ainda uma conclusão acerca da propriedade deste ágio e, por via reflexa, se este valor deverá ou não ser compartilhado. Para tanto,

indispensáveis as considerações prévias acerca da caracterização do poder de controle e do controlador, temas que também se encontram neste segundo capítulo.

O terceiro capítulo dedica-se ao estudo da alienação do poder de controle da companhia aberta, condicionante da exigência de oferecimento da OPA obrigatória aos minoritários. Para tanto, trata-se, neste capítulo, sobre quatro hipóteses em que se pode verificar a alienação de controle, nos moldes do § 1º do art. 254-A, quais sejam, a alienação direta, indireta, por etapas e aquela que ocorre por meio de acordo de acionistas.

No último capítulo, procura-se determinar, com precisão, os destinatários da OPA por alienação onerosa do poder de controle da companhia aberta. Para tal, serão necessárias algumas considerações acerca dos ordinaristas e dos preferencialistas, além de noções acerca da minoria e da maioria acionária, buscando uma conclusão acerca do estudo ora proposto.

Por fim, ressalte-se que o intuito deste trabalho é estudar a problemática com base na legislação, nos dispositivos infralegais, na doutrina e na jurisprudência (tanto aquela dos tribunais quanto a da CVM), adequando a conclusão a estas balizas, e não a parâmetros de ordem prática, econômica ou social.

1. MECANISMOS DE PROTEÇÃO AOS MINORITÁRIOS NA LSA

O elevado o grau de concentração de ações¹ nas companhias brasileiras possibilita que uma exígua minoria controle o mercado acionário. Isto resulta em diminuição da liquidez das ações negociadas e em obstáculos para a preservação dos direitos dos acionistas minoritários frente aos majoritários.

Por isso mesmo, a Lei das Sociedades Anônimas possibilita ao minoritário uma série de mecanismos de proteção contra as arbitrariedades dos majoritários, dentre os quais: (i) o direito de participação nos lucros; (ii) o direito de fiscalização; (iii) o direito à informação; (iv) o direito de preferência na subscrição de ações em aumento de capital; (v) direito de recesso; (vi) direito de voto (com as devidas restrições previstas em estatuto); (vii) direito de indicação dos membros do Conselho de Administração; (viii) direito de requerer a convocação e o adiamento das Assembléias Gerais e Especiais; (ix) direito à oferta pública no cancelamento do registro e aumento de participação; (x) direito de propor ações indenizatórias em benefício da companhia; (xi) e, por fim, o direito de participar de oferta pública de alienação de controle de companhia aberta.

Dentre todos estes instrumentos, interessa o último. O direito de participar de oferta pública de alienação de controle de companhia aberta (conhecido no mercado de capitais como *tag along*²) está previsto no art.254-A da atual LSA, artigo este inserido pela Lei n.10.303/2001.

¹ Conforme referência feita por Calixto Salomão Filho (*O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 4 ed., Rio de Janeiro: Forense, p. 75, nota de rodapé n. 67), “pesquisa feita em outubro de 2001 por Mckinsey & Company e Korn/Ferry International, entre 174 empresas brasileiras (públicas ou privadas, receita mínima de US\$ 250 milhões e conselho de administração) indicou que 61% das ações ordinárias pertence, em média, a um único acionista. Se forem considerados os três maiores acionistas, esse número alcança o percentual de 85% das ações ordinárias”.

² Este termo provém do direito norte-americano, com mecanismo de funcionamento parelho ao do art. 254-A da nossa lei societária; por isso mesmo, o mercado acabou por equiparar o *tag along* ao instituto de oferta pública obrigatória de aquisição de ações por força da alienação de controle da companhia aberta. Adverte-se que no presente estudo, os termos *tag along*, direito de saída conjunta e OPA por alienação do controle serão utilizados como sinônimos, sempre como referência, portanto, a este instrumento de proteção do acionista minoritário.

O direito de saída conjunta³ pode ser considerado como um mecanismo de proteção aos acionistas minoritários na medida em que permite que, uma vez alienado o controle da companhia aberta, de modo direto ou indireto, seja oferecida aos minoritários a possibilidade de sair da sociedade mediante o pagamento de, no mínimo, 80% do preço pago pelas ações do bloco de controle. Isto se dá através da oferta pública de ações (doravante denominada OPA), obrigatória e posterior à alienação privada de controle da sociedade. Assim, a OPA é condição legal para que a transferência de controle tenha plena eficácia.

Neste passo, importa buscar em nosso direito o fundamento deste instrumento de proteção ao minoritário.

1.1 Breve histórico do art.254-A da LSA

O dispositivo da saída conjunta foi inserido em nosso sistema em 1976, através da Lei das Sociedades Anônimas, por ocasião da Emenda Lehmann. O Decreto-lei 2.627/1940, que regulava as companhias até 1976, era silente quanto à questão da alienação de controle, sem sequer fazer menção à figura do controlador. Por isso mesmo, aquela situação era desregulamentada, o que propiciava iniquidades e injustiças quando da ocorrência destas operações.

Estes abusos se tornaram mais visíveis no período compreendido entre os anos de 1967 a 1973, quando houve grande movimento de concentração de

³ Como se refere Fábio Ulhoa Coelho ao instrumento de proteção do minoritário impresso no art. 254-A, em "O direito de saída conjunta ("Tag Along"), *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador: Jorge Lobo, Rio de Janeiro: Forense, 2002. O autor ainda explica que a larga difusão da cláusula de saída conjunta se deu no período em que houve o *boom* das "empresas da nova economia", as chamadas "pontocom". Em suas palavras:

"É fácil compreender as razões da larga difusão da cláusula de saída conjunta nas relações entre sócios de empresas pontocom. Ninguém, a rigor, tinha como calcular se os resultados do comércio eletrônico gerariam retorno satisfatório para as enormes somas aportadas como capital social. A única certeza do mercado era a de que não se poderia ignorar a onda da nova economia. Nenhuma empresa podia deixar de fazer investimentos para marcar presença na rede mundial de computadores, ainda que sem claras perspectivas de retorno, porque a demora nesse movimento poderia significar sua exclusão do mercado. A incerteza quanto ao retorno satisfatório do capital via resultados futuros preocupava naturalmente os investidores, que, assim, só concordavam em entrar numa empresa pontocom, se pudessem sair dela com facilidade".

instituições financeiras, visando à reorganização do setor. A operação de concentração era efetuada através de incorporações e fusões, mas precedidas da alienação de controle, dada a alta concentração acionária nas mãos de um ou poucos acionistas. Era justamente neste momento em que se verificavam as maiores injustiças, com a expropriação pelo controlador de bens que pertenciam à companhia e, em última instância, a todos os acionistas.

Esta situação tomava maiores proporções por força da ausência de regulamentação da alienação de controle; tal operação era regida única e exclusivamente pelas regras de direito obrigacional, de modo que os minoritários prejudicados – terceiros na relação contratual – nada poderiam pleitear, pois estavam fora da órbita do contrato.

Foi a partir deste cenário que várias propostas começaram a surgir, com o objetivo de regular a matéria e evitar o prejuízo dos minoritários. Antes mesmo de 1976, já havia várias iniciativas neste sentido.

O primeiro projeto sobre o tema veio do Deputado Herbert Levy, o qual exigia que fosse garantido às ações dos minoritários o mesmo preço estabelecido para as ações do controlador, quando da alienação de controle da companhia. Contudo, as falhas deste projeto eram várias, sem delimitar aspectos essenciais para a efetividade do texto legal. O substitutivo oferecido a este projeto também não prosperou, permanecendo a questão sem regulamentação.

O debate acerca do tema não estava restrito somente ao meio legislativo; o Poder Executivo também se mostrava preocupado com a questão: em 1974, o presidente Geisel indicou seu interesse em remodelar o mercado de capitais, tornando-o efetivo meio de captação da poupança popular. No mesmo sentido se posicionavam os Ministros da Fazenda e do Planejamento, os quais, na Exposição de Motivos CDE-14, de 25 de junho de 1974 endereçada à Presidência da República, colocavam que *“a lei estabelecerá os mecanismos que impeçam que cada ação do majoritário possua um valor potencial muito superior ao de cada ação do minoritário”*.

No mesmo sentido era a orientação do II PND – Plano Nacional de Desenvolvimento, no qual uma das diretrizes era justamente o tratamento igualitário entre acionistas controladores e majoritários, conforme transcrição abaixo:

Com o objetivo de proteger as minorias acionárias e desenvolver o espírito associativo entre os grupos empresariais privados, reformar-se-á a lei de sociedades por ações tendo em vista os seguintes objetivos: (...) evitar que cada ação do majoritário possua valor de mercado superior a cada ação do minoritário.⁴

Assim, tanto sociedade quanto governo – Poderes Executivo e Legislativo – tinham a mesma posição acerca do tema, com vistas à proteção do minoritário. Surpreendente, por isso, a mensagem 204 do Presidente da República (que encaminhava o Projeto de Lei sobre as sociedades anônimas), contrariando todas as opiniões correntes sobre o tema, nas palavras que seguem abaixo:

O Projeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador, para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência, ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico.

Este Projeto (formulado pelos juristas José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho) reconhecia o valor econômico ao poder de controle, em razão das responsabilidades e deveres atribuídos aos detentores das ações do bloco de controle.

Este Projeto provocou debates acalorados no governo, com a proposição de três emendas para a alteração da matéria, acabando por prevalecer a emenda nº232, de autoria do Deputado Herbert Levy. Esta emenda, contudo, apresentava alguns defeitos de técnica, motivo pelo qual o Senado ofereceu nova reformulação, mediante a apresentação da emenda nº26 do Senador Otto Lehmann.

Aprovada pelo Senado e sancionada pelo Executivo, a emenda Lehmann foi inserida na LSA pelo art.254⁵, introduzindo a OPA obrigatória por alienação de

⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de ações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979.

⁵ A redação original do art. 254 era a seguinte:

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

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

controle para todas as companhias abertas, estabelecendo o tão almejado tratamento igualitário entre os acionistas minoritários.

Alguns dias depois da promulgação da Lei nº6404/1976, o Conselho Monetário Nacional baixou a Resolução nº401/1976, o qual determinava que o tratamento igualitário previsto naquele artigo deveria se restringir aos acionistas titulares de ações com direito a voto, excluindo, portanto, os preferencialistas sem direito a voto ou com voto restrito. Esta Resolução causou grande dissenso entre os doutrinadores: de um lado, aqueles que defendiam a extensão da oferta pública de aquisição de ações a todos os acionistas, independentemente da qualidade dos títulos que estes ostentavam⁶; no outro extremo, aqueles que argumentavam no sentido adotado pela resolução, qual seja, de que só faz sentido proteger aqueles que possuem o direito de votar nas deliberações da companhia⁷. Esta última corrente acabou por prevalecer na época.

É fato que, se por um lado este artigo constituía importante mecanismo de proteção aos minoritários, por outro ele contribuía para o encarecimento da operação de alienação de controle, já que obrigava o adquirente a comprar o restante das ações da companhia que gozassem do direito ao voto.

Foi sob este pretexto que em 1997 a Lei nº 9.457/1997 revogou o art.254 da LSA. Contudo, tal lei fora aprovada com o escopo único de “baratear” a operação de alienação do controle acionário pelo Governo Federal a terceiros. Recorde-se que foi exatamente neste período que se iniciaram as privatizações, de modo que, com a revogação daquele dispositivo, o governo pôde apropriar-se totalmente do ágio incidente sobre as ações integrantes do bloco de controle (de sua propriedade). O

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

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

⁶ Incluem-se nesta corrente: Modesto Carvalhosa (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, Vol. 4, tomo II, ed.2, revista e atualizada, São Paulo: Saraiva, 2003, p.182) e Nelson Cândido Motta (*Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S.A.* RDM nº46, 1982, p.41).

⁷ Neste sentido, cita-se: Arnaldo Wald (*Do Descabimento da Oferta Pública de Compra em Relação às Ações Preferenciais*. RDM, nº 45, 1982, p.11).

resultado desta “providencial” alteração legislativa foi o abalo do mercado de capitais no Brasil e o profundo sentimento de insegurança jurídica que tomou conta dos investidores, visto que esta modificação ocorreu com o claro intuito de beneficiar o governo como acionista controlador⁸.

Os obstáculos que advieram da revogação deste artigo foram, porém, mitigados parcialmente com a Instrução nº299/1999 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que exigia a comunicação imediata à CVM e à Bolsa de Valores, pelo adquirente, da operação de alienação de controle acionário. Isto permitia que os investidores tivessem ciência do negócio, das partes contratantes e de seu conteúdo.

Esta situação de desproteção do minoritário se estendeu até 2001, quando proposta do Deputado Êmerson Kapaz foi apresentada no sentido de reinserir o direito de saída conjunta dos minoritários – ainda que o fizesse parcialmente. O texto de lei aprovado pelo Congresso Nacional reintroduziu o instrumento do *tag along* no art.254-A⁹, através da Lei nº10. 303/2001. É verdade, porém, que o fez de modo

⁸ Segundo relato de Andréa Fernandes Andrezo (*Alienação de Controle de Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária – Efetivo Avanço?* In. RDM, n.130, abr/jun 2003, p.167), “muitos doutrinadores defenderam, todavia, que, para atingir esse objetivo [qual seja, a apropriação do ágio pelo governo nas operações de privatização], essa reforma poderia ter se limitado a eliminar a obrigatoriedade de oferta pública apenas nas privatizações. A exclusão do *tag along* acabou por abalar o mercado de capitais nacional, não apenas em razão da eliminação de um dos direitos dos minoritários, mas também em virtude da insegurança jurídica e da percepção de alteração de regra em benefício do governo como acionista controlador”.

⁹ "Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

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

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

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

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

§ 5º As companhias poderão conceder aos seus acionistas sem direito de voto o direito previsto neste artigo em igualdade ou não com as ações com direito a voto, devendo regular no estatuto com precisão e

diverso ao que previsto originariamente, ao se consagrar a diferença de 20% do valor atribuído às ações do bloco de controle em favor, exclusivamente, do controlador.

Ainda sobre o conteúdo do art. 254-A, cumpre ressaltar o veto presidencial com relação ao seu § 5º, que facultava às companhias o oferecimento do direito de saída conjunta também aos acionistas sem direito a voto. A justificativa do veto foi a seguinte¹⁰:

A necessidade de se vetar o parágrafo acima transcrito decorre de manifesto conflito com o interesse público, eis que o dispositivo prevê a possibilidade de concessão de direito a acionistas sem direito de voto que já consta, qualificado como preferência/vantagem que pode ser atribuída a ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, do art. 17 do projeto de lei ora comentado, ensejando inclusive, em face da parte final respectiva, um sério risco de insegurança jurídica.

Com efeito, a supressão do direito de que se trata que tenha sido concedido como preferência/vantagem, nos termos do art. 17 supramencionado, somente poderá ocorrer com observância do disposto no art. 136 da lei societária, sem prejuízo da possibilidade de se exercer o direito de recesso estabelecido pelo art. 137 do mesmo diploma legal.

Ocorre que a letra da parte final do parágrafo ora examinado permite a interpretação de que a retirada do direito ali previsto pode ocorrer sem que isso implique direito de recesso, já que não há remissão ao art. 137 retro e não se trata, em sentido estrito, de preferência/vantagem, o que, em sendo aceita a proposição, poderá acarretar a vigência de regra com pouca efetividade e desconforme relativamente ao sistema jurídico e gerar inúmeras discussões, inclusive no âmbito judicial.

Ademais, tendo em vista o disposto no art. 17, § 1º, inciso III, do projeto de lei em comento, que permite a atribuição às ações preferenciais de preferência consistente no direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, poder-se-ia entender que tal preferência ficaria sujeita ao teor do parágrafo de que se trata, possibilitando que a participação do acionista preferencialista se dê em condição menos vantajosa do que a prevista no *caput* do art. 254-A.

Após o advento do art. 254-A pela Lei n. 10.303/2001, a CVM baixou a Instrução 361, que regula as várias hipóteses de oferta pública, dentre elas, aquela de alienação de controle, prevista no art. 254-A. A Instrução é taxativa ao delimitar o objeto desta OPA somente às ações da companhia que tenham “pleno e permanente”¹¹ direito ao voto, seja por disposição legal ou estatutária.

minúcia as condições do exercício deste direito. A posterior modificação do estatuto neste caso obedecerá ao disposto no § 1º do art. 136.”

¹⁰ Vide Mensagem de veto nº1213 de 31 de outubro de 2001, disponível em www.planalto.gov.br.

¹¹ Conforme o art.29 da Instrução 361, CVM: “A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às

Neste passo, também é fundamental destacar que este artigo foi objeto de grande atenção pelo mercado e pelos investidores por conta do lançamento do “Novo Mercado” e dos “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” (Níveis 1 e 2) pela BOVESPA, ocorrido no ano de 2000. Estes programas proporcionam maior segurança e proteção aos investidores daquelas companhias que participam de uma destas categorias. O objetivo é proporcionar um mercado de capitais que estimule, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização daquelas companhias.

Estas sociedades devem sujeitar seu estatuto a uma série de regras e requisitos, comprometendo-se, por exemplo, a maiores níveis de transparência aos investidores (ampliação ao direito de informação), maior dispersão acionária e maior efetividade aos direitos dos acionistas minoritários.

No Nível 1 de Governança Corporativa, o que se busca é simplesmente maior transparência e riqueza de informações transmitidas aos acionistas. O Nível 2, além de incluir todos os requisitos postos para as sociedades do Nível 1, abrange também a extensão do *tag along* a todos os acionistas detentores de ações ordinárias, no mesmo valor e nas mesmas condições obtidas pelos controladores, além de oferecer, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais.

O Novo Mercado, segmento ainda mais seletivo, exige que as companhias ofereçam aos seus acionistas direitos adicionais àqueles já oferecidos pela legislação. Entre estes direitos, encontra-se o direito à extensão, para todos os acionistas, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia, mas sem admitir a negociação de ações preferenciais.

Vislumbra-se, assim, a grande importância conferida ao art. 254-A da legislação societária, motivo pelo qual este dispositivo é centro de controvérsias, gerando posicionamentos diversos e conflitantes. Por isso mesmo, a análise do art. 254-A deve abranger tanto o conjunto normativo quanto o entendimento jurisprudencial e doutrinário sobre o tema, indicando uma visão fiel da realidade.

quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária”.(grifos nossos)

1.2 O texto legal: a estrutura do art. 254-A da LSA

O art.254-A da LSA reza que:

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

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

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

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

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

A análise preliminar deste artigo já mostra alguns aspectos relevantes. O primeiro deles se refere à oferta pública de ações (doravante, OPA), que passa a ser condição de eficácia do negócio jurídico privado de alienação de controle da companhia.

O segundo aspecto é o reconhecimento do sobrevalor das ações que pertencem ao bloco de controle.

O terceiro diz respeito aos destinatários da OPA obrigatória por alienação de controle, quais sejam, aqueles que detêm "*ações com direito a voto dos demais acionistas da companhia*".

Além disso, este artigo estabelece a submissão de um negócio jurídico privado à autorização de um órgão público, qual seja, a CVM – Comissão de Valores Mobiliários, segundo os §§ 2º e 3º do art. 254-A.

Apropriando-se de trecho de um Parecer da CVM¹²,

O art. 254 regula, por conseguinte, o próprio fenômeno econômico da transferência voluntária e onerosa do poder de dominação, não se detendo na disciplina da forma jurídica do negócio de alienação. De fato, a lei não teve o objetivo de regular determinada forma de alienação ou de restringir o tratamento igualitário às hipóteses em que se configure um determinado tipo de negócio. Ela visa a disciplinar a própria realidade econômica subjacente. Aliás, alienação é termo amplo que abrange diversas modalidades contratuais.

Em que pese ser tal parecer da época da redação original, este extrato retrata de maneira sucinta a estrutura e finalidade deste dispositivo legal, qual seja garantir o tratamento igualitário entre os acionistas.

Mesmo com a restrição de 20% do valor atribuído às ações do bloco de controle, frise-se que o princípio da igualdade entre controlador e minoritários ainda prevalece, na medida e ^{que} que foi assegurado a estes últimos a possibilidade de vender suas ações nas mesmas condições contratadas com o controlador. O tratamento equitativo também está previsto no art. 4º, II, da Instrução CVM 361¹³.

Assim, esta norma possibilita aos minoritários (em princípio, terceiros estranhos ao negócio) a venda de suas ações a preço superior àquele praticado em balcão ou em bolsa de valores¹⁴, evitando eventual iliquidez ou sensível queda nos valores das ações do minoritário.

O art.254-A (combinado com a Instrução 361 CVM) também concede ao minoritário a opção de seguir ou não como acionista da sociedade cujo poder de controle está sendo objeto de transação, conferindo-lhe a oportunidade de apostar na nova administração. Neste caso, o § 4º confere a faculdade ao adquirente de oferecer aos minoritários que permanecem na sociedade um prêmio, que corresponde à

¹² Parecer/CVM/SJU n.048 – 03/07/1984, disponível em www.cvm.gov.br.

¹³ “Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:

II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”.

¹⁴ Saliente-se que a alienação das ações pelos minoritários ao adquirente do controle só é economicamente interessante se o ágio corresponder, pelo menos, a 25% do valor das ações no mercado; na hipótese de ágio inferior a este percentual, o preço oferecido a estas ações pode inclusive ser menor ao praticado no mercado. Isto ocorre em razão do mínimo de 80% estabelecido em lei.

diferença entre o valor pago às ações por ocasião da alienação do controle e o valor destas ações no mercado.

Por último, a forma exigida pela lei é um demonstrativo do grau de transparência com a qual o negócio deve ser guiado: a alienação das demais ações deve se dar, obrigatoriamente, através da OPA, materializada através do Edital de Oferta Pública e regulada pela CVM.

Portanto, representa o art. 254-A importante instrumento de proteção aos acionistas minoritários, ao conferir transparência ao processo de alienação privada do controle e ao permitir o tratamento igualitário entre os acionistas proprietários do mesmo tipo de ações.

1.3 O fundamento do art. 254-A

O fundamento jurídico norteador da OPA obrigatória do art. 254-A, LSA, pauta-se no princípio da igualdade entre acionista majoritário e acionista minoritário. Assim, relevante precisar desde logo a definição deste princípio no direito societário.

A importância da precisão do fundamento está ilustrada na problemática trazida à baila por Jorge Lobo¹⁵, como segue transcrito:

Como se vê, se o legislador decidir que o ágio deve ser dividido entre controladores e minoritários, segundo corrente doutrinária predominante, muitas vezes, nas multiformes situações fáticas que se apresentam no complexo, intrincado e sofisticado mundo das empresas, estar-se-á premiando os minoritários em detrimento dos controladores e preferencialistas; outras tantas, se o legislador decidir que o ágio é um bem intangível, que deve ser partilhado entre todos os acionistas, consoante ensinam alguns doutos, estar-se premiando os minoritários e preferencialistas em prejuízo dos controladores; outras mais, se o legislador decidir que o ágio é uma parcela integrante do preço de venda das ações de controle, dele devendo beneficiar-se apenas os controladores, estar-se-á premiando os controladores, esquecendo-se dos minoritários e preferencialistas.

Ora, é justamente o equilíbrio entre estas três instâncias – controladores, minoritários e preferencialistas – que se pretende buscar, através da fixação do parâmetro a ser aplicado para o princípio da igualdade.

¹⁵ LOBO, Jorge. *Interpretação realista da alienação de controle de companhia aberta*. In: RDM, n.123, jul/set 2001, p.21.

Nesta senda, é importante destacar que a igualdade apresenta tanto um aspecto formal quanto material. É igualdade formal aquela que busca a aplicação da lei a todos de forma idêntica, sem levar em conta as particularidades existentes entre os seus destinatários. A aplicação indeterminada e impessoal deste princípio acabava por desconsiderar certas peculiaridades do indivíduo ou do grupo ao qual este pertencia, gerando injustiças e iniquidades.

A igualdade material, por sua vez, implica em tratar igualmente os iguais e desigualmente os desiguais; ou seja, reconhece-se que os indivíduos têm diferenças, consagrando um tratamento apropriado a cada qual. Logo, o que a igualdade material verifica são as condições que sustentam as desigualdades entre os indivíduos¹⁶.

Partindo desta premissa, importa analisar como este princípio incidirá sobre a regra do art. 254-A. E, segundo as considerações acima, pode-se dizer que a igualdade de tratamento entre os acionistas dependerá do *status* a qual pertence cada um deles – portanto, tratamento distinto para classes distintas¹⁷.

¹⁶ Neste sentido, José Afonso da Silva (*Curso de Direito Constitucional Positivo*, 23ª ed., São Paulo: Malheiros, 2004, p.214) cita observação de Seabra Fagundes, o qual diz que “ao elaborar a lei, deve reger [o legislador], com iguais disposições – os mesmo ônus e as mesmas vantagens – situações idênticas e, reciprocamente, distinguir na repartição de encargos e benefícios, as situações que sejam entre si distintas, de sorte a quinhó-las ou gravá-las em proporção às suas diversidades”.

¹⁷ Anupam Chander (*Minorities, shareholders and otherwise*, in *Yale Law Journal*, vol. 113, 2003), em estudo acerca do problema das minorias, trata da questão da igualdade sob uma outra perspectiva, defendendo a distinção deste princípio no direito constitucional e no direito societário. Interessante trecho é o que passamos a transcrever, no qual o autor destaca as ações afirmativas empreendidas para a “inclusão” e “proteção” das duas minorias consideradas (quais sejam, a minoria do direito constitucional e a minoria do direito societário):

“Where constitutional law sees only one race--“American” -- corporate law recognizes minority status as a central datum for legal decision. At the same time that constitutional law moves to limit affirmative action for racial minorities and women, corporate law embraces affirmative action for minority shareholders.” (“Aonde o direito constitucional enxerga apenas uma raça – a “Americana” – o direito societário reconhece a minoria como o foco central para a tomada de decisões. Ao mesmo tempo em que o direito constitucional limita as ações afirmativas em favor da mulher e das minorias raciais, o direito societário fomenta ações afirmativas para os acionistas minoritários”). E mais além, destaca que: “Constitutional law views discrimination against the majority with the same distaste as discrimination against the minority--requiring strict scrutiny in either case. Corporate law, on the other hand, routinely intrudes into the corporation to secure the protection of minority shareholders against controlling persons within corporations. (“O direito constitucional reprime a discriminação contra as minorias da mesma forma com que reprime a discriminação contra as maiorias – exigindo o mesmo tratamento em ambos os casos. O direito societário, por outro lado, freqüentemente intervém na sociedade para proteger os acionistas minoritários contra os controladores das companhias”).

De fato, o princípio da igualdade deve se coadunar tanto à finalidade da sociedade anônima, qual seja, a captação de recursos e a movimentação de capitais, como também às suas particularidades, tais como a preponderância do capital em detrimento dos sócios e a livre negociação de ações sem ocasionar repercussões na sua estrutura social.

Nesta esteira, ensina Alfredo de Assis Gonçalves Neto¹⁸ que “*na companhia impera uma aparente democracia, que impõe refreios aos administradores e ao controlador, visando a proteção, não só dos sócios minoritários, mas também dos credores sociais, do Estado e da comunidade onde ela atuar(...)*”.

Em atenção a estas considerações, tem-se que o princípio da igualdade se traduz no tratamento isonômico conferido àqueles que pertencem à mesma espécie e classe de ações. Esta posição possui importantes considerações práticas, pois retira do conceito de igualdade aspectos de ordem meramente subjetiva para conferir-lhe uma feição estritamente objetiva (a propriedade de ações de determinada categoria).

Assim, sobre o princípio da igualdade no direito societário, ensina Paulo Câmara¹⁹, citado por Jorge Ribeiro Mendonça, que

a concretização do princípio da igualdade (...) manifesta-se não só ao nível da igualdade informativa e da igualdade de tratamento, como é timbre em qualquer oferta pública, mas também ao nível da igualdade de oportunidades econômicas dos potenciais destinatários da oferta, concretizada nos termos em que é a todos assegurada a possibilidade de alienação dos valores mobiliários de que são titulares.

Será este o norte da presente monografia.

1.4 A finalidade do art. 254-A

Como mecanismo que é de proteção ao minoritário, pode-se identificar duas finalidades do art.254-A da LSA:

¹⁸ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Lições de Direito Societário: Sociedade Anônima*. Vol.II, São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005, p. 3.

¹⁹ CÂMARA, Paulo. *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, II, Coimbra Editora, 2000, p.251, citado por MENDONÇA, Jorge Ribeiro, *A Tomada de Sociedade através de Oferta Pública de Aquisição*, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, v. XLV, n. 1 e 2, Coimbra Editora, 2004, p.69.

(i) a possibilidade de o acionista minoritário – desde que detentor de ações com direito a voto – vender suas ações por um preço razoável (no mínimo 80% do preço atribuído às ações que integram o controle), evitando que esta alienação tenha repercussões negativas em seu patrimônio;

(ii) o direito de o acionista minoritário se retirar da companhia, em razão da nova administração. A alienação de controle poderá levar à alteração na condução dos negócios²⁰, o que pode ser desinteressante ao minoritário, por não concordar ou não confiar nos novos rumos da sociedade. Por isso mesmo, o art. 254-A possibilita que este acionista se retire da companhia, mas com a vantagem econômica destacada acima.²¹

Frise-se que a alienação de controle leva à redução da liquidez²² e dispersão das ações da sociedade em decorrência da (quase) eliminação do *free float*²³; e quanto maior a liquidez das ações (ou seja, quanto maior o número de ações dispersas no mercado), maior o volume de negócios. Logo, caso inexistisse tal mecanismo em lei, o acionista minoritário acabaria por ter dificuldade em vender suas ações e, quando o fizesse, provavelmente o seria por um preço abaixo do devido.

²⁰ Sobre esta questão, o Prof. Bernard Black coloca em seu artigo (*"The legal and institutional preconditions for strong securities market"*, UCLA Law Review, 2001) que: "A mandatory takeout bid rule requires a new controlling shareholder to offer to buy out all other shareholders at a per share price comparable to the price that the controlling shareholder paid to acquire control, unless the minority shareholders waive this right for a particular transaction. These rights give comfort to outside investors that, while they must trust the company's current controlling shareholders, they have an assured exit, at a reasonable price, if control changes hands" (*"uma oferta pública obrigatória de compra de ações requer que um novo acionista controlador ofereça a compra de todas as demais ações da companhia por um valor equivalente ao preço pago ao acionista controlador, ao menos que o minoritário recuse a oferta em detrimento de um negócio jurídico particular. Estes direitos dão segurança aos investidores externos que, por terem investido na companhia por acreditarem na condução da organização empresarial pelo acionista controlador, eles têm garantido o direito de saída, por um preço razoável, caso o controle mude de mãos"*).

²¹ Diferindo-se, portanto, do mero direito de retirada colocado no art. 137, LSA, que prevê somente o "reembolso do valor de suas ações".

²² O art. 137, II, a e b, LSA dispõem acerca da liquidez e dispersão, como transcrito abaixo:

a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação;

²³ *Free-float* corresponde a um percentual mínimo de ações que devem estar dispersas no mercado, ou seja, são aquelas ações que não integram o bloco de controle. Pelo regulamento do Novo Mercado da BOVESPA, o percentual mínimo é de 25% (este percentual só é exigido para as empresas integrantes do Novo Mercado).

Portanto, o direito de vender as ações a um preço razoável quando da transferência onerosa do poder de controle pode ser identificado no Brasil como importante fator para a melhoria dos níveis de governança corporativa, ao conferir proteção ao minoritário na medida em que lhe possibilita fugir da falta de liquidez das ações no mercado e ao facultar-lhe a opção de permanecer ou não na companhia composta pela nova administração.

Sob um enfoque econômico, este instrumento constitui-se em um importante meio de alinhamento dos interesses dos minoritários com o aqueles dos acionistas pertencentes ao bloco de controle, o que inevitavelmente reflete no preço das ações negociadas.²⁴ Sob um enfoque jurídico, este mecanismo permite a consagração do princípio da igualdade entre acionistas da mesma categoria.

2. O SOBREVALOR DAS AÇÕES PERTENCENTES AO BLOCO DE CONTROLE

As ações pertencentes ao acionista majoritário não possuem o mesmo valor daquelas que se encontram nas mãos dos minoritários. De fato, aquelas ações pertencem ao bloco de controle da companhia, o que quer dizer que ao seu detentor é atribuído uma série de prerrogativas e responsabilidades, próprias desta sua condição. É a congregação destas ações que permite ao majoritário controlar a política e a administração da sociedade, fazendo prevalecer a sua vontade perante os demais.

Sobre isto, Fábio Konder Comparato²⁵ ensina que *“o controle é, pois, o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. Controlar uma empresa*

²⁴ Segundo a *Revista BOVESPA* de junho/setembro de 2005, as empresas que aderem ao *tag along* diferenciado (ou seja, aqueles que ou estendem esta possibilidade a todos os acionistas ou o fazem em um percentual maior do que o exigido pela LSA) possuem maior valorização acionária: *“Um novo indicador da evolução dos preços das ações está sendo divulgado pela Bovespa desde o final de junho: é o Índice Tag Along (Itag), que reúne ações de empresas que estendem aos acionistas minoritários o direito de receber pelo menos parte do prêmio pago aos controladores em caso de venda da companhia. Para fazer parte do Itag, as empresas devem pagar aos minoritários mais do que o mínimo previsto pela Lei das S.As. Hoje, os titulares de ações ordinárias devem receber no mínimo 80% do valor pago aos controladores. Estudo realizado pela Bolsa mostrou que de 30/12/2002 a 24/6/2005 o Índice Tag Along teria rentabilidade de 217,6%, superior à dos demais índices de ações”.*

²⁵COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p.124.

significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torne senhor de sua atividade econômica”.

E Fábio Ulhoa Coelho²⁶ destaca que:

O controlador, todos sabem, além de participar dos resultados da empresa, como a generalidade dos acionistas, tem o poder de eleger administradores, definir a remuneração deles, fixar a orientação última dos negócios, alterar a estrutura jurídica da sociedade, influir no seu planejamento estratégico, etc. O mercado atribui valor a essa gama de poderes; e, por isso, o adquirente das ações de sustentação do controle concorda em pagar ao alienante um sobrepreço, referido pela expressão “prêmio de controle”.

Devido a estas características, ao poder de controle atribui-se um valor econômico próprio, valor este maior do que aquele conferido às demais ações da empresa. Chama-se isto de prêmio de controle.

Entretanto, este prêmio representa somente uma parcela do ágio conferido às ações do controlador; o prêmio está diretamente atrelado a este poder de comando e direção da sociedade sem, no entanto, confundir-se com os outros elementos que formam o ágio, termo mais abrangente e que será adotado nesta monografia para se referir ao valor que adquirem as ações do bloco de controle.

Avance-se à análise da questão.

2.1 Considerações prévias: o poder de controle e o acionista controlador

Para a identificação da alienação onerosa de controle e, conseqüentemente, da incidência o art.254-A, é imprescindível a análise do poder de controle. Por ser assunto complexo, restringir-se-á aos aspectos essenciais da temática abordada neste estudo.

Sobre a definição do poder de controle, segue-se o ilustre magistério de Fábio Konder Comparato²⁷, o qual ensina que:

Resumindo e concluindo, o núcleo da definição de controle na sociedade anônima reside no poder de determinar as deliberações da assembléia geral. Controle interno haverá toda vez que esse poder estiver em mãos de titulares de direitos próprios de acionista, ou

²⁶ *O direito de saída...*, p. 473.

²⁷ *O poder de Controle...*, p. 88.

de administradores, pessoas físicas ou jurídicas, isoladamente ou em conjunto, de modo direto ou indireto. É esta, ao nosso ver, a *regula juris* que, como *brevis rerum narratio*, segundo a elegante expressão de Paulo, dá conta do fenômeno jurídico examinado.

Sobre sua natureza jurídica, pontua Rubens Requião que o poder de controle é bem imaterial. Ilustra sua posição comparando as ações pertencentes ao bloco de controle aos bens que juntos constituem o fundo de comércio: da mesma forma que estes recebem um “*valor global maior do que a soma de valores daqueles bens singulares*”, sobrevalor este correspondente a um bem imaterial (“*aviamento*”), as ações do bloco de controle, por “*assegurar um sobrevalor mensurável em termos econômicos*” ao seu proprietário, conferem-lhe o poder de controle, que, por aquelas razões, também seria um bem incorpóreo. Completa, concluindo que este poder seria apropriável, por ocupação pelo acionista ou grupo de acionistas que reunissem o número suficiente de ações que garantissem o controle.

Parte considerável da doutrina, porém, não enxerga o poder de controle como um bem jurídico, como se *aviamento* fosse, mas sim como simples poder sobre a empresa.²⁸ Assim, tal poder corresponde ao direito de dispor dos bens afetados a empresa, buscando o controlador dar a estes a destinação que melhor convenha à sua política com relação à companhia.

O controlador, por sua vez, encontra definição no art. 116 da LSA:

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 assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

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

²⁸ Sobre a comparação de Rubens Requião, Fábio Konder Comparato (*O Poder de Controle...*, p.119) esclarece que: “*A comparação com o aviamento não é elucidativa pois, quando nele se fala, tem-se em mente uma particular organização de bens instrumentais para o exercício da atividade empresarial: a aptidão desses bens a produzir lucros. Mas o controle não é um bem da empresa e, sim, um poder sobre ela. Do seu exercício pode decorrer que a empresa tenha bom ou mau aviamento, mas o controle não se confunde com esse efeito*”.

É justamente por possuir o poder de controle que este controlador tem a prerrogativa de eleger os administradores, fixar a orientação dos negócios e mesmo influenciar no planejamento estratégico da empresa e alterar a estrutura da sociedade. É por controlar de fato a empresa que o mercado valoriza este poder, atribuindo uma sobrevalorização ao conjunto de ações pertencente ao bloco de controle.

É importante ressaltar que o poder de controle não se manifesta somente dentro da companhia, podendo também ser um “controle externo”²⁹. É o que ocorre, por exemplo, quando uma sociedade empresária em situação financeira precária se submete às vontades dos seus credores, os quais sentem liberdade para impor quaisquer condições que lhe sejam favoráveis (como a exigência de reorganização estrutural da empresa como condição para o empréstimo de determinada quantia). Não é este controle, porém, que interessa para o presente estudo.

O controle também pode ser dividido em majoritário e minoritário. Devido à alta concentração de ações no mercado de capitais nacional, é mais fácil identificar o poder de controle por aquele que detém metade mais um das ações votantes. Entretanto, nada impede a existência do controle minoritário, comum nos casos de sociedades anônimas com alta dispersão acionária³⁰ ou naquelas em que o acionista detentor da maioria das ações votantes não se interessa pelo controle da companhia, permitindo que minoritários efetivamente exerçam o poder de controle³¹. Esta situação,

²⁹ Comparato (*O Poder de Controle...*, p.89) conta que a jurisprudência norte-americana chama isto de “influência dominante”.

³⁰ Nestas sociedades, é possível que o acionista detentor de somente 15% do capital votantes já tenha quantia suficiente de ações para fazer prevalecer “de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral”, como requisita o art.116, LSA. Há aí controle minoritário. Em que pese no Brasil haja algumas companhias com controle pulverizado (conforme informações fornecidas pela BOVESPA, disponíveis em www.bovespa.com.br), isto não leva, necessariamente, à existência de um controle minoritário – muito raro, se não inexistente, no Brasil.

³¹ Para ilustrar, suponhamos uma companhia com um acionista “A”, detentor de 51% das ações votantes, um acionista “B”, com 39% deste tipo de ações, e que os 10% restantes estejam dispersos no mercado. Caso o acionista “A” seja inerte, ou simplesmente demonstre pouco interesse na participação das deliberações sociais, e “B” seja, ao contrário, um acionista participativo, parece-nos claro que é ele quem fará prevalecer sua vontade, determinando o planejamento estratégico da companhia. Neste caso, entendemos que “B” seja o controlador minoritário, por atender os requisitos em lei. Frise-se, porém, que se “A” decide alienar o bloco de ações que garantem o controle, haverá aí a necessidade de se proceder à OPA do art. 254-A, por preencher os pressupostos legais e ser garantia de equidade e segurança aos minoritários.

entretanto, não enseja a incidência do art. 254-A, posto que este número de ações não garante ao futuro adquirente o efetivo controle da companhia.³²

A doutrina ainda enumera outros tipos de controle³³, os quais não interessam ao presente estudo por não refletirem hipóteses de incidência do art. 254-A, LSA.

2.2 O sobrevalor das ações do bloco controle

Primeiramente, é preciso estabelecer que os termos “ágio”, “sobrevalor” e “sobrepção” são intercambiáveis, e serão utilizados nesta monografia com o mesmo significado, qual seja, aquele valor próprio e típico das ações incluídas no bloco de controle. Não será utilizado, porém, o termo “prêmio de controle” como um equivalente àquelas. Considera-se o “prêmio de controle” apenas como parcela do ágio, não sendo, portanto, um termo completo e abrangente.

Para a determinação do sobrevalor das ações pertencentes ao bloco de controle, é necessário investigar os seus elementos de formação.

É fato notório que o poder de controle possui um preço diferenciado: como exemplifica Comparato³⁴, “a cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 49% dessas ações não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa do objeto”. De fato, esta (pouca) diferença

³² Esta posição vai de encontro com a opinião de Roberta Nioac Prado sobre o tema (*Oferta Pública de Ações...* p.138), a qual crê que a alienação do poder de controle minoritário faz incidir o art. 254-A da LSA.

³³ Berle e Means (BERLE, Adolf Augustus e MEANS, Gardiner Coit. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada. Traduzido por Dinah de Abreu Azevedo. 2. ed., São Paulo: Nova Cultural, 1987*), em pioneiro estudo de dissociação da propriedade acionária do poder de comando da sociedade, enumeraram cinco hipóteses de controle, quais sejam: controle com quase completa propriedade acionária, controle majoritário, controle obtido por meio de expedientes legais, controle minoritário e controle gerencial. Fábio Konder Comparato (*O poder de Controle...*, p. 79), por sua vez, utilizando-se do mesmo critério entre separação da propriedade acionária e poder de comando da empresa, divide o controle interno em quatro variantes, conforme o grau de separação entre aqueles dois critérios, a saber: controle totalitário, majoritário, minoritário e gerencial. Para fins de estudo das hipóteses de incidência do art. 254-A no momento da alienação de controle, dispensaremos a primeira e a última classificação. A primeira, por inexistirem minoritários; a última, por não se tratar de propriedade de títulos que garantam ao adquirente o controle societário. Por fim, a Lei 6.404/1976 não permite a existência de um só acionista na companhia aberta e, como só nestas incide o art. 254-A, não há relevância para o nosso estudo este tipo de controle.

³⁴ *O Poder de Controle...*, p.268.

percentual significa muito, já que a alienação de metade mais um do capital votante implica em transferir para outrem o poder de comandar a companhia. A importância disto revela-se no valor atribuído a estas ações, potencialmente mais valorizadas que aquelas negociadas em bolsa.

Por outro lado, é difícil identificar com precisão matemática os elementos que compõem este preço, já que, no mais das vezes, este é dado pelas partes do negócio jurídico de alienação do poder de controle como correspondente a um valor global, ora considerando o peso da companhia no mercado e suas perspectivas de rentabilidade, ora considerando o valor do patrimônio líquido.

Neste contexto, parte da doutrina³⁵ assevera a existência de uma relação direta entre este valor e o objetivo do adquirente do controle. Afirma-se que se o escopo do adquirente é manter o funcionamento regular da empresa, maximizando, o fator que se leva em conta na avaliação da alienação do controle é a sua rentabilidade, pois reflexo do comando exercido pelo controlador. Assim, segundo Calixto Salomão Filho³⁶:

Nesse caso o sobrepreço é pura contraprestação do voto. Ora isso ocorre exatamente naqueles casos em que ao novo controlador não interessa dispor ou redirecionar a organização societária, mas sim mantê-la funcionando e operante, maximizando tanto quanto possível os lucros. Interessante notar que nestes casos, normalmente, as avaliações realizadas para a venda do controle não se fazem levando em conta diretamente o valor do patrimônio líquido somado aos valores imateriais, mas sim a perspectiva de rentabilidade da empresa, já que o interesse do adquirente não é dispor da organização, mas sim do lucro que ela pode gerar.

Por outro lado, se a intenção da alienação do poder de controle for a disposição da organização empresarial, a utilização de seus bens imateriais ou mesmo o desvio de finalidade da empresa – como ocorre nos casos de aquisição de empresa concorrente – a elaboração do ágio correspondente às ações do bloco de controle leva em consideração a avaliação do patrimônio da empresa.

³⁵ Destaque para Calixto Salomão Filho (*O Poder de Controle...*)

³⁶ *O Poder de Controle...*, p274

Por isso mesmo, para esta corrente, o risco de usurpação pelo controlador alienante de valores próprios da empresa, frutos do capital nela investido por todos os seus acionistas, é consideravelmente maior neste segundo caso, gerando uma situação de enriquecimento sem causa a seu favor.

Com relação a esta segunda hipótese, Calixto Salomão Filho coloca que a alienação do poder de controle visa, na realidade, à alienação do próprio complexo empresarial, pontuando que:

Ao contrário, quando a intenção for de redirecionar radicalmente, subordinar ou extinguir a organização societária, há a identificação objeto-poder (dever). Alienar o controle é alienar bem da empresa (organização), que deve ser dividido entre todos os acionistas.³⁷

E adiante:

Toda vez que na compra do controle está implícita pelas afirmações prestadas à autoridade administrativa ou pela própria atitude do controlador a intenção de dispor da organização empresarial, destinando-a a fim diverso do até então perseguido – e não apenas nos casos de alienação seguida de incorporação – o prejuízo é iminente para qualquer minoritário. Iminente talvez em especial para o preferencialista.

Não é a toa que muitas das hipóteses relativas à disposição da organização empresarial estão relacionadas no art.137 como justificadoras do recesso. Infelizmente, são quase todas, e não todas. O direito de retirada, no entanto, não substitui a proteção oferecida pelo pagamento do sobrepreço nas ofertas públicas.³⁸

A análise restrita destes dois elementos não reflete, porém, a real estrutura dos negócios de alienação de controle acionário. É inconteste que, seja qual for o objetivo da operação, outros valores, além daqueles, estarão incluídos.

Sobre isto, Mauro Rodrigues Penteado³⁹, citando os juristas Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro, frisa que não há critérios fixos para a composição deste “preço” (na locução dos precitados autores), defendendo que este “*será aquele que for convencionado pelas partes, nada tendo a ver necessariamente com o valor nominal das ações, nem com o seu valor de patrimônio líquido*”.

³⁷ O Poder de Controle..., p.119.

³⁸ O Poder de Controle..., p.272.

³⁹ PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Apontamentos sobre a Alienação do Controle de Companhias Abertas*. RDM, nº 76, 1989, p.20.

Sobre este tema, Andréa Fernandes Andrezo⁴⁰, decompõe o ágio (ou “sobrepção”, conforme dicção da autora) em quatro elementos: o prêmio pelo controle, a expectativa de resultados, os ativos e, por último, as eventuais expropriações (o chamado “*private benefits of control*”).

A classificação é interessante e exaustiva, por abranger todos os possíveis fatores que levem à elaboração do ágio. Ressalva-se, contudo, que não é sempre que se verifica a existência destes quatro fatores conjugados. Aliás – filiando-se à opinião de Mauro Rodrigues Penteadó, Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro – as demonstrações justificadas de preço em razão da OPA do art. 254-A da LSA costumam abranger aspectos bem variados, senão únicos e particulares, de cada companhia.⁴¹

2.3 A quem pertence o ágio do poder de controle?

Esta questão é polêmica e liga-se intimamente aos elementos componentes do ágio do bloco de controle.

Sobre o tema, há quatro vertentes principais.

A primeira delas, elaborada por Berle e Means⁴², defende que o prêmio de controle é um bem social ou empresarial que, quando alienado, deve ser pago à

⁴⁰ *A Alienação de Controle de Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária – Efetivo Avanço?*, in RDM n. 130, abr/jun 2003, p.172. Nas palavras da autora, a decomposição do ágio atribuído ao poder de controle se reflete da seguinte forma:

“O ágio eventualmente pago representa, na verdade, o somatório dos seguintes elementos:

- prêmio de controle: poder político de eleger a maioria dos administradores, fixar-lhes a remuneração e orientar a condução dos negócios da companhia;
- expectativa de resultados a serem obtidos a partir da condução dos negócios pelo novo controlador;
- ativos não reconhecidos nas demonstrações contábeis, que pertencem à sociedade e não ao seu acionista controlador, tais como marcas, tecnologias, qualificação dos funcionários, os quais podem ter, para o adquirente do controle, valor superior ao atribuído pelo mercado;
- eventuais expropriações (*private benefits of control*): apropriações indevidas em benefício do controlador ou de terceiros em detrimento dos acionistas não-controladores da companhia, tais como salários superiores aos de mercado, uso particular de bens da sociedade, empréstimos subsidiados, entre outros, conforme apresentado no início deste trabalho”.

⁴¹ Um exemplo disso aparece na justificação de preço por força do art. 254-A da LSA no recente caso de compra, pela Gerdau e outras duas empresas, do controle acionário de uma companhia siderúrgica espanhola (a Aços Villares S.A); dentre os elementos que compunham o preço, fazia parte, inclusive, direitos de crédito em litígios judiciais, créditos fiscais e bens imóveis da companhia (disponível em www.cvm.gov.br, com relação à OPA da Aços Villares).

⁴² BERLE, Adolf Augustus e MEANS, Gardiner Coit. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Traduzido por Dinah de Abreu Azevedo. 2. ed., São Paulo: Nova Cultural, 1987.

companhia, e não aos seus acionistas. Esta teoria parte da premissa de que o poder de controle se identifica com a própria organização empresarial. Ou seja: uma vez alienado o poder de comandar a sociedade, aliena-se também a própria empresa; e a empresa, por ser fruto da comunhão de todos os capitais investidos, não é de propriedade exclusiva do controlador.

Esta tese é refutada sob o argumento de que a sociedade não pertence a si mesma: é certo que a sociedade, como pessoa jurídica que é, possui patrimônio próprio, incluindo-se aí os bens corpóreos e incorpóreos; entretanto, o poder de controle não pode ser visto como um bem incorpóreo da companhia, de modo que, quando de sua alienação, o valor a ele atribuído não deverá ser a esta destinado.

Ademais, concordar com este raciocínio implica em admitir também que o controle só pode ser alienado uma única vez; caso contrário *“esta (a companhia) teria um acréscimo injustificado no seu patrimônio, pois estaria recebendo por um controle que estava alienado, mas que em última análise permanecia seu, na medida em que uma nova mudança de controle resultaria novamente no recebimento do valor pago pelo prêmio”*, conforme explicação de Roberta Nioac Prado.⁴³

Uma segunda vertente admite que o ágio poderia ser partilhado entre todos os acionistas. Não são raros os doutrinadores nacionais que defenderam esta posição, tais como Néelson Cândido Motta⁴⁴ e Leslie Amendolara⁴⁵. Para ambos, o ágio deveria ser partilhado igualmente entre ordinaristas e preferencialistas, pois todos teriam contribuído para a formação do capital social.

Para os seguidores desta corrente, o ágio atribuído ao poder de controle sempre incluiria bens comuns a todos os acionistas (como os bens incorpóreos). Por isso mesmo, defendem que aquele ágio deveria ser partilhado entre todos, e não somente entre o controlador e os minoritários.

⁴³ PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A – Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p.57.

⁴⁴ *Os Direitos dos Acionistas Minoritários: com alterações da Lei 9.457/97*, São Paulo: STS, 1998, p.105, apud Jorge Lobo, *Interpretação Realista da Alienação de Controle de Companhia Aberta*, in RDM 123, 2001, p.10.

⁴⁵ *Os Direitos dos Acionistas Minoritários: com alterações da Lei 9.457/97*, São Paulo: STS, 1998, p.105, apud Jorge Lobo, *Interpretação Realista da Alienação de Controle de Companhia Aberta*, in RDM 123, 2001, p.10.

A terceira corrente prega que todo o ágio decorrente da alienação onerosa do poder de controle deve ser apropriado somente pelo controlador alienante. Esta conclusão se baseia no fato de que o acionista majoritário tem deveres e responsabilidades próprios para com a companhia e demais acionistas (vide art.116 da LSA) e, por isso mesmo, deverá receber integralmente o sobrepreço das ações do bloco de controle.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira adotaram esta posição por ocasião da Justificação do Anteprojeto da Lei 6.404/1976.⁴⁶

Fábio Konder Comparato⁴⁷ também se questiona sobre esta possibilidade ao pontuar que os deveres e responsabilidades atribuídas ao controlador legitimariam o seu direito privativo ao ágio. Sobre o tema, Luiz Leonardo Cantidiano⁴⁸ assevera que em todas as situações o ágio pertenceria ao controlador, exceto no caso de alienação com posterior extinção ou incorporação da companhia, na qual prevaleceria o entendimento de extensão da oferta aos demais acionistas.

Em que pese a boa construção dos argumentos, o comando legal descarta esta corrente. Não é forçoso lembrar, porém, que este entendimento foi utilizado há pouco tempo atrás, mais precisamente em 1997, por ocasião da Reforma que extirpou da Lei do Anonimato a OPA por alienação do poder de controle, destinando todo o ágio ao controlador – controlador este que era, na maior parte das vezes, o próprio Estado.

Por último, uma quarta linha defende que o ágio deverá pertencer tanto ao controlador quanto aos minoritários detentores de ações com direito a voto, de mesma espécie e classe daquelas que estão sendo alienadas.

Pode-se dizer que esta é a corrente majoritária no país, e também aquela adotada pelo legislador de 1976 e 2001. As justificativas para a adoção desta corrente

⁴⁶ Nos seguintes termos: “... toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor unitário das ações, que o asseguram; o valor das ações resulta do direito, que confere, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o controle decorre do poder de determinar e definir suas políticas (...) o Anteprojeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeitos de transferência desse poder, negar a sua existência e proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico”.

⁴⁷ O Poder de Controle..., p. 311.

⁴⁸ Alienação e aquisição de controle, RDM 59, 1985, p.62.

são variadas e, no mais das vezes, pendem mais para o lado de razões de ordem prática e econômica do que por razões estritamente jurídicas.

Juridicamente, esta posição assenta-se no princípio de tratamento igualitário entre os acionistas, em contraposição ao princípio do livre mercado (que se reflete na livre tomada de controle acionário). De fato, nada mais justo do que se tratar de forma isonômica aqueles que estão nas mesmas condições – no caso, os detentores de ações com direito a voto de mesma espécie e classe do controlador. Assim sendo, mesmo que o poder de controle seja próprio das ações pertencentes ao controlador, o ágio não lhe deve ser totalmente destinado, sob pena de se ferir a isonomia entre os acionistas. Segundo Arnoldo Wald⁴⁹:

É, pois, preciso reconhecer que as determinações legais que regem a oferta pública de ações só se referem aos títulos com direito de voto, em relação aos quais se estabeleceu uma igualdade de tratamento entre majoritários e minoritários, em virtude de possuírem ações idênticas, que não podiam ser discriminadas pelo fato de tais ou quais acionistas possuírem um número menor ou maior das mesmas. Essa diferença quantitativa não poderia modificar a situação qualitativa da ação ordinária com direito a voto. Impunha-se a aplicação do princípio da isonomia, de acordo com o qual nenhuma diferença pode ser feita em relação a acionistas titulares de ações idênticas.

É verdade, porém, que esta igualdade tem limites claros na lei; em que pese seja reconhecida a OPA para compra de ações dos minoritários, em iguais condições daquelas oferecidas ao majoritário, estabelece-se uma diferença percentual de 20% entre o valor devido às ações do primeiro e deste último. Arbitrariamente,⁵⁰ o legislador decidiu que este percentual é o montante destinado exclusivamente ao controlador, reconhecendo-o como o valor próprio do prêmio de controle⁵¹.

⁴⁹ *Do Descabimento da Oferta Pública de Compra em Relação às Ações Preferenciais*. RDM 45, jan/mar de 1982, p. 9-10.

⁵⁰ De fato, não há nenhuma explicação detalhada do porquê se estabeleceu a diferença percentual de 20%, e não com qualquer outro montante.

⁵¹ Sobre o tema, interessa-nos as considerações despendidas por Andréa Fernandes Andrezo (*A Alienação de Controle de Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária – Efetivo Avanço?*, in RDM n. 130, abr/jun de 2003): “Em termos estritamente econômicos, pode-se argumentar que somente parte do sobrepreço pago pelo adquirente do controle deveria ser partilhado com os acionistas não-controladores, uma vez que um dos elementos que compõem o ágio é o prêmio de controle, que, na verdade, pertence ao controlador ou integrantes do bloco de controle. Haveria, entretanto, grande dificuldade de se obter este valor no caso concreto”.

A explicação da prevalência desta corrente remonta aos conflitos societários que desde sempre ocorreram entre os acionistas controladores e os não controladores. Fazendo uma breve retrospectiva histórica, é possível encontrar vários casos de alienação do controle de companhias em que os minoritários saíram com ampla desvantagem.

Um dos casos mais marcantes é o episódio ocorrido com a Santa Casa de Misericórdia, à época acionista minoritária de uma instituição financeira (doravante “A”), cujo controle fora alienado a um outro banco (doravante “B”), para posterior incorporação.

O caso se deu da seguinte forma: o grupo controlador da instituição financeira A, já tendo acordado com B a venda do controle acionário, decidiu, antes desta alienação, comprar as ações de alguns acionistas minoritários, dentre os quais, a Santa Casa. A negociação entre o grupo controlador e a Santa Casa se deu de forma privada, fora do pregão, tendo comprado suas ações por preço relativamente superior ao que conseguiria no mercado.

Tendo feito isto, alienou ao banco B as ações do bloco de controle, mais as ações adquiridas dos minoritários, por preço doze vezes superior ao pago pelas ações destes últimos. É bom ressaltar que este valor já havia sido avençado previamente à compra das ações da Santa Casa, e não divulgado ao mercado.

Este exemplo ilustra uma situação recorrente até hoje nos casos de alienação do poder de controle na companhia aberta, que é a expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários. O termo “expropriação” traduz aqui todas as vantagens comumente obtidas pelo controlador, em seu benefício ou no benefício de terceiros, e em detrimento dos demais acionistas da sociedade. Estes benefícios são vários, tais como salários superiores aos de mercado, uso de bens da sociedade para fins particulares, benefícios indiretos, empréstimos subsidiados, *insider trading*⁵², entre outros.

⁵² *Insider trading* é um termo norte-americano, que se refere àquele que tem acesso a informações relevantes da companhia e as utiliza em benefício próprio, sem honrar com o devido dever de sigilo e lealdade. Conforme ensinamento de Norma Parente, considera-se informações *relevantes* “aquelas que podem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores” (*Aspectos Jurídicos do*

É importante destacar que os benefícios auferidos pelo controlador são indevidos, pois se utilizam da empresa como se sua fosse, esquecendo-se que esta é fruto da comunhão de capitais de todos os acionistas, ou seja, da cooperação de todos com um objetivo em comum. Portanto, as regras de proteção ao minoritário – dentre elas, o mecanismo do art.254-A – evitam que as conseqüências destas expropriações lhe sejam tão danosas. Não custa lembrar que, quanto maior a expropriação por parte do controlador, maiores serão os custos para a companhia, prejudicando mais ainda os minoritários.

Logo, do ponto de vista jurídico, a justificativa para a repartição do ágio entre controlador e minoritários – repartição esta desigual quanto ao valor e igual quanto às condições – é, a uma, o tratamento isonômico, e, a duas, um modo de se evitar a apropriação indevida da empresa pelo controlador.

A isto se adiciona uma terceira justificativa, que decorre do raciocínio de que, se o controlador comanda a companhia, através de sua preponderância nas deliberações sociais e da possibilidade de indicar os administradores, é certo que este também pode, eventualmente, expor a companhia a eventuais riscos decorrentes de negócios jurídicos firmados ou mesmo de investimentos mais agressivos; ora, se ao minoritário é devido se sujeitar a eventuais riscos desta política, nada mais justo do que garantir-lhe eventuais benefícios que uma alienação de controle pode lhe trazer. Assim, ao controlador é devido repartir tanto os bônus quanto os ônus de sua política empresarial.

Por outro lado, esta corrente também se baseia em fundamentos de ordem econômica. De fato, é inconteste que tal dispositivo favorece o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, pois os investidores tendem a investir mais em companhias que lhe dêem a devida proteção, diminuindo assim o risco de expropriação.

Insider Trading, 1978, publicação interna da CVM, disponível em www.cvm.gov.br). As atenções voltaram-se ao *insider trading* quando se percebeu que diretores obtinham enormes vantagens pecuniárias com a compra e venda de ações por conta de informações que só eles (ou algumas outras poucas pessoas) detinham, o que acabava por criar uma situação de franca desigualdade entre estes e os demais acionistas, à mercê das condições do mercado. A Lei das S/A dispõe sobre o *insider trading* no § 1º do art.155.

Ademais, quanto maior a proteção dada aos acionistas, maior o valor destas ações em bolsa. A congregação destes efeitos acaba por gerar um mercado de capitais maior e mais bem desenvolvido e, em última análise, um maior crescimento da economia.

Por estes motivos é que a BOVESPA lançou, no ano 2000, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Níveis 1 e 2), com o intuito de revitalizar o mercado, dando grande enfoque para os instrumentos de proteção ao acionista minoritário, dentre os quais se destaca o mecanismo de saída conjunta previsto no art. 254-A da LSA⁵³. Com isso, procura segregar-se do pregão ordinário aquelas empresas que buscam oferecer maiores garantias aos seus acionistas, ou que, pelo menos – no caso do Nível 1 – que estas lhes ofereçam maior transparência e maior fluxo de informações, possibilitando ao investidor uma melhor administração de sua carteira de ações.

Tendo em vista as considerações acima, conclui-se que a questão está longe de obter um consenso na doutrina. Entretanto, a Lei das S/A se filiou a esta última corrente, por considerar que só àqueles que detém poder político na sociedade interessa a OPA por alienação do poder de controle, desconsiderando a partilha do ágio ao preferencialista sem direito a voto. Assim, o ágio de controle na companhia pertence não só ao controlador, mas também aos acionistas minoritários.

3. A ALIENAÇÃO DE CONTROLE DA COMPANHIA ABERTA

A compreensão do instituto do *tag along* imprescinde do estudo da alienação de controle, já que este mecanismo só será utilizado caso se configure aquela situação. O tema é rico e comporta diversas leituras, porém, restringir-se-á às hipóteses que impliquem na incidência do art.254-A.

A alienação das ações pertencentes ao bloco de controle é negócio jurídico diferente da mera cessão de ações. A uma porque, por estas ações representarem o controle da companhia, atribui-se a elas um sobrevalor; a duas porque

⁵³ Vide 1.1, *supra*.

se leva em consideração para a elaboração do preço não a mera cotação das ações em bolsa, mas sim um conjunto de elementos, dentre os quais se destacam as perspectivas de rentabilidade das ações no mercado, com base na empresa e na sua capacidade de gerar lucros.

Por estas características, sempre que se verificar a alienação onerosa do poder de controle, com mudança de controlador, haverá a incidência do art. 254-A.

Também é possível, extraordinariamente, que a alienação do poder de controle ocorra sem ágio⁵⁴. Neste caso, entende-se que o art. 254-A deve incidir, mesmo que inexistia ágio para se partilhar com os minoritários.

A justificativa para tal está no dever de se possibilitar aos minoritários a chance de sair conjuntamente daquela companhia, seja por não apostar suas fichas na nova administração, seja como uma forma de fugir de eventual iliquidez dos títulos.

O fato de inexistir sobrepreço não descaracteriza a incidência do art. 254-A, já que em momento algum o texto legal coloca o ágio como um requisito essencial para que o adquirente faça a OPA obrigatória por alienação do controle. O que o dispositivo exige é que a transferência de ações se dê através de uma alienação e, nos termos do art. 29 da Instrução 361 CVM, que esta seja onerosa (*“sem prejuízo da definição constante do parágrafo anterior, a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta”*). No mesmo sentido está o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que define a alienação de controle da companhia como sendo *“a transferência a terceiro, a título oneroso, das ações de controle”*.

Por fim, a compreensão de que a OPA obrigatória por força da alienação do controle deve ocorrer mesmo nos casos de não pagamento de ágio é justificável pelo princípio que fundamenta esta operação, qual seja, o princípio da igualdade, que deve prevalecer entre acionistas de mesma categoria. Logo, se de um lado não há ágio,

⁵⁴ Em contrariedade à esta posição, cite-se Luiz Leonardo Cantidiano (*A reforma da Lei das S.A.*, p.240, *apud* Roberta Nioac Prado, *Oferta Pública de Ações...*, p.193), o qual explica que *“apenas se justifica a apresentação, pelo adquirente do controle de companhia aberta, de oferta pública dirigida aos acionistas não controladores, quando há cessão onerosa do poder de controle da companhia, com pagamento, pelo adquirente, de um prêmio”*. Na mesma esteira, segue Roberta Nioac Prado (*Oferta pública de...*, p.194).

por outro, a notícia de alienação do controle pode fazer desabar o preço de mercado das ações.⁵⁵

Deste modo, a aplicabilidade do art. 254-A a estas situações preserva (i) o direito patrimonial do minoritário, que poderá auferir pelo menos 80% do valor das ações do bloco de controle, o que, mesmo sem o ágio, pode representar um valor maior do que aquele praticado no mercado após a notícia de alienação do controle; (ii) o direito de sair da sociedade, por não concordar em se submeter a uma nova administração.

Partindo-se desta premissa, conclui-se que a OPA obrigatória aos minoritários somente ocorrerá se ficar caracterizada a alienação onerosa do poder de controle da companhia, com ou sem ágio. A partir daí, pode-se concluir alguns aspectos sobre a alienação de controle para fins do art. 254-A.

A primeira refere-se ao fato de que a incidência deste artigo está condicionada à alienação do controle, o que quer dizer que não haverá obrigatoriedade de se proceder à OPA caso identifique-se aquisição de controle.

A aquisição do controle ocorre quando inexistente um bloco de controle na companhia, ou seja, não há acionista que consiga prevalecer de modo pleno e permanente nas assembléias gerais da companhia. Isto costuma ocorrer quando as ações estão dispersas no mercado, situação esta mais comum nos países de mercado de capitais desenvolvido. Neste caso, há um adquirente, mas não há um alienante. Conforme ensina Guilherme Döring Cunha Pereira⁵⁶:

Só cabe falar em alienação, como contrapartida da aquisição, quando esta se opera de forma derivada. Na aquisição originária, o núcleo da ação, do ato gerador da situação

⁵⁵ Já Modesto Carvalhosa (*A Nova Lei das S/A*, p.399), dá uma outra explicação para a defesa desta posição. Entende ele ser desnecessário o pagamento de ágio para o oferecimento das ações em OPA obrigatória porque "(...) o resultado da avaliação da companhia, por mais 'justo' que seja o preço, poderá variar caso a caso, de acordo com o critério escolhido e as variáveis aplicadas. Portanto, ainda que não fosse necessária a realização de oferta pública por aquisição de controle no caso de inexistência do pagamento de ágio, nem sempre seria possível averiguar se o preço pago corresponde ao preço das ações, e que portanto não houve, de fato, pagamento de ágio". Parte este autor, assim, de uma outra premissa para justificar a posição por nós defendida, qual seja, de que é incerta o pagamento ou não de uma quantia a mais pelo preço do controle, por mais que se tente aproximá-la de um valor "justo".

⁵⁶ PEREIRA, Guilherme Döring da Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995, fl.34.

jurídica, centra-se na pessoa do adquirente. Não há lugar para o conceito de alienação, entendido como ato de quem transfere esse direito ou situação jurídica.

Portanto, há que se verificar a efetiva transferência do controle de uma pessoa⁵⁷ para outra, identificando-se quem é o alienante (atual controlador) e o adquirente (futuro controlador).

Uma segunda conclusão – decorrente desta última – é a de que da operação que resulta na transferência de controle sempre deverá resultar em um novo acionista para a empresa ou um novo grupo controlador. Por isso mesmo, há ocasiões em que a venda de ações do bloco de controle não é relevante para o Direito, ao menos não para o instituto do art. 254-A da LSA.

Como um exemplo disto, pode-se citar as mudanças de posição acionária dentro de um acordo de acionistas: considere-se um acordo formado por cinco acionistas, sendo os três primeiros (A, B e C) detentores, cada qual, de 15% das ações votantes da companhia e os outros dois (D e E) detentores, cada qual, de 10%; se A decide alienar 10% de suas ações à C, isto em nada modifica a situação vigente, já que o grupo que a controla é o mesmo. Se, porém, A, B e C decidem transferir todas as suas ações – equivalentes a 45% do capital votante – à D, este já passa a prevalecer nas deliberações sociais, de modo pleno e permanente. Aí sim haverá troca de controle e, por via reflexa, a incidência da OPA obrigatória do art. 254-A.

A terceira conclusão é a que a alienação do poder de controle não está restrita à transferência de ações, mas também de outros valores mobiliários; o § 2º do art. 254-A, LSA, é elucidativo ao contemplar que

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

⁵⁷ Ao nos referirmos à “pessoa”, entenda-se qualquer pessoa física ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou grupo de pessoas vinculadas formalmente ou não por acordo de acionistas.

Logo, não é só na transferência de ações em que se pode identificar a alienação do poder de controle. Entretanto, só após a conversão daqueles valores mobiliários em ações é que se verificará, de fato, a transferência do comando da companhia⁵⁸.

A derradeira conclusão é a de que não é necessária a transferência de todo o bloco de controle da companhia para que se caracterize a alienação de controle, nos moldes do art.254-A, LSA; para a sua incidência, basta que se verifique a venda de quantidade de ações suficientes que faça surgir um novo controlador⁵⁹.

Avançando no tema, identifica-se no § 1º do art. 254-A quatro hipóteses de alienação do controle, quais sejam: (i) *“a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle”*; (ii) *“a transferência, de forma direta ou indireta, de ações vinculadas a acordos de acionistas; (iii) a transferência, de forma direta ou indireta, de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto”*; (iv) *“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”*.

Portanto, configurada uma alienação direta, indireta ou através de um conjunto de operações, desde que sejam onerosas e importem em transferência de titularidade do poder, haverá a incidência da OPA obrigatória.

Passa-se, então, ao estudo destas situações.

3.1 A alienação do poder de controle direto

Existe controle direto quando há identidade entre o acionista controlador e o titular das ações votantes de certa companhia, exercendo o seu poder sem

⁵⁸ Por exemplo, no caso de alienação de debêntures que, uma vez convertidas em ações, fazem com que seu titular assumam o poder de controle da companhia.

⁵⁹ Logo, se em uma companhia, o acionista controlador detém 75% das ações com direito pleno e permanente de voto, e há um acionista “A” detentor de 10% deste mesmo tipo de ação, basta que o controlador lhe aliene 40% mais um destas ações para que “A” seja o novo controlador. Neste caso, há a transferência onerosa do poder de controle, de modo que deverá ser oferecida aos minoritários a possibilidade de vender suas ações em iguais condições oferecidas ao controlador, segundo as regras do art. 254-A, LSA.

intermediários. Logo, ocorre a alienação do poder de controle direto quando este acionista o transfere a outrem, que passa a assumir a condição de controlador da companhia. O controle direto pode se dar individualmente ou em conjunto (por meio de acordo de acionistas, por exemplo).

Esta transferência ocorre através de um negócio jurídico entre as partes, cujo objeto não é a mera cessão de ações, mas o bloco de ações que garanta ao adquirente o poder de comando da companhia.

Este contrato de alienação privada de controle deve conter os mesmos elementos essenciais dos demais contratos, conforme determina o Código Civil⁶⁰. Tem por objeto a transferência do poder de controle, consubstanciado em certo número de ações que garanta ao adquirente prevalência irrestrita na tomada de decisões; os sujeitos correspondem ao alienante e ao adquirente; quanto à forma, pode-se pontuar que inexistente formalidade legal para sua validade, sendo até mesmo possível – por falta de restrição legal – o contrato verbal.

Com relação à sua eficácia, porém, que se deve atentar para o texto do *caput* do art. 254-A, que dispõe, como condição do contrato, que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição de ações com direito a voto, sob a forma suspensiva ou resolutiva. Em caso de desobediência a esta condição, o contrato é ineficaz. A Instrução 361 CVM consigna sobre os prazos que o adquirente tem que atender para se proceder à OPA obrigatória, sob pena de ineficácia do negócio jurídico⁶¹.

⁶⁰ Cf. art.104 do Código Civil:

Art. 104 – A validade do ato jurídico requer:

I - agente capaz;

II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável;

III - forma prescrita ou não defesa em lei.

⁶¹ Este prazo se encontra no art.12, § 1º, estabelecendo o “*prazo mínimo de 30 (trinta) e máximo de 45 (quarenta e cinco) dias, contados da data da publicação do edital*”. Observe-se porém que o tempo para que a OPA se concretize é maior, posto que ainda deverão ser observados os prazos dos artigos 9º, § 2º e 11, correspondendo, respectivamente, aos prazos de protocolo do pedido (até 30 dias após a publicação de aviso de fato relevante), de apreciação do pedido de registro pela CVM (até 30 dias a contar do protocolo) e publicação do edital (10 dias a contar da obtenção do registro).

3.2 A alienação do poder de controle indireto

O controle indireto, ao contrário, é verificado quando não há identidade entre o controlador e o titular das ações votantes que integram o controle. Conforme ensina Roberta Nioac Prado⁶²,

É o poder de controle exercido via participação acionária indireta do seu titular, pessoa física ou jurídica, que elege a maioria dos administradores da companhia. Ou seja, o controle indireto é aquele exercido por meio de pessoa interposta entre o acionista controlador e a companhia controlada, e dá-se, via de regra, pela sociedade *holding*.

No controle indireto, o acionista ou grupo de acionistas controladores transferem suas ações para uma nova sociedade, garantindo assim o controle desta; estas ações integralizam o capital social da nova sociedade, e os acionistas que dela participam passam a ser proprietários das suas cotas sociais ou de suas ações (caso esta nova sociedade também seja uma companhia). O controle passa a ser exercido intermediariamente.

A alienação indireta do controle está prevista no art. 254-A da LSA e no art.29 da Instrução 361 da CVM, de modo que a obrigatoriedade da OPA se impõe sempre que haja a transferência de todas ou parte das ações pertencentes ao bloco de controle da sociedade interposta, desde que em número suficiente para assegurar ao adquirente o efetivo comando da empresa.

Portanto, haverá alienação indireta do controle sempre que se verificar que o comando da companhia é exercido indiretamente por outra sociedade, seja ela uma *holding* ou não.

Na prática, o que se verifica é que tal sociedade serve de verdadeiro instrumento para o real controlador da companhia. Segundo apontamentos de Guilherme Döring Cunha Pereira⁶³:

A interposição de outras sociedades entre controladora e controlada não impediu que o legislador atingisse o verdadeiro centro de poder no seio de um grupo de empresas, de

⁶² *Oferta Pública de Ações...*, p.144.

⁶³ CUNHA PEREIRA, Guilherme Döring. *Alienação de Poder de...*, pp. 197-198.

tal forma que, quando se fala em controle, deve-se ter em mente esse centro de poder. O controle propriamente falando é único e se exerce ou direta ou indiretamente, conforme haja ou não sociedades controladas intermediárias. Essa compreensão do fenômeno é fundamental. O poder que exercem as referidas sociedades intermediárias sobre a companhia aberta é secundariamente poder de controle. São elas, por assim dizer, “instrumentos” do verdadeiro controlador e na medida em que são “instrumentos” recebem a potencialidade causal do controle. A lei teve inegável intenção de atingir o controle em seu real titular. Qualquer interpretação que desconsidere este dado está fadada ao erro.

Esta sociedade interposta pode ser constituída com o objetivo único de administrar a controlada ou, ao contrário, pode ser que desempenhe outras atividades, conforme descrito no bojo do seu estatuto ou contrato social. Na primeira hipótese, uma vez ocorrida a transferência do controle daquela sociedade, o mecanismo de saída conjunta deverá ser apresentado somente aos minoritários da companhia controlada.

Mais complicada, porém, é a hipótese na qual a sociedade controladora é mista, ou seja, possui como objeto não só a administração da controlada, como outras atividades, tais quais vendas, prestação de serviços ou mesmo a administração de outras sociedades. Nesta situação, a alienação do controle desta sociedade também implica na incidência do art. 254-A⁶⁴. Entretanto, este caso demandará um procedimento mais complexo para o deslinde de questões acerca da extensão do *tag along* (se este deverá ser realizado para os minoritários das duas sociedades ou só para aqueles da controlada) e do preço a ser oferecido ao bloco de controle.

Esclareça-se, porém, que a mera transferência de ações da sociedade controladora para uma subsidiária não ensejará a aplicação do art. 254-A; da mesma forma, também não deverá ser considerada como alienação de controle a mera reorganização de empresas que constituem o quadro social da controladora, ou, ainda, a simples troca de participações individuais dentro de um grupo de controle. O motivo para tal é o fato de que, nestes casos, não se verifica a troca de controle, ou seja: o

⁶⁴ Posicionamento contrário ao nosso é o de Fábio Ulhoa Coelho (*Reforma da Lei de Sociedades Anônimas*, p.480): “Mas se o controle da companhia aberta é titularizado por uma outra sociedade com atividades empresariais próprias, a alienação do controle desta última não deveria gerar o direito de saída conjunta aos minoritários da controlada”. Ao contrário deste autor, não cremos que os obstáculos que surgem com esta alienação de controle sejam empecilhos suficientes para a dispensa do art.254-A. Há maneiras de se contornar as questões acerca do preço e dos destinatários da OPA obrigatória, porém, tais considerações dependem de uma análise casuística, motivo pelo qual preferimos não nos estender na questão.

comando pertencerá ao mesmo grupo ou à mesma pessoa, sem alterações que façam incidir o precitado artigo.

3.3 A aquisição do poder de controle em etapas

O § 1º do artigo 254-A expõe o que se entende por alienação de controle, não sendo, porém, taxativo nas hipóteses que ilustra; a lei entende que, sempre que de uma operação resultar na alienação do controle societário, é caso de incidência de OPA obrigatória.

Pelo dispositivo supracitado, a transferência do poder de controle não está circunscrita à hipótese de alienação onerosa de ações pertencentes ao bloco de controle ou ainda daquelas vinculadas a acordo de acionistas. Na verdade, o poder de controle também pode ser transferido através da alienação de *“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”*.

Portanto, é possível que terceiro venha a adquirir outros títulos e direitos que, potencialmente, lhe assegurem o controle da companhia. Neste caso, a transferência do poder de controle é fruto de diversas operações, o que dá ensejo a certa imprecisão quanto ao momento em que o terceiro efetivamente tomou o comando da companhia.

Estes títulos só vão garantir ao acionista o controle da sociedade após a sua conversão em ações, desde, é claro, que estas gozem de direito irrestrito ao voto. Somente aí se pode identificar um novo controlador, sendo este o momento adequado para que se proceda à OPA do art. 254-A.

Este caso é verificado quando da cessão onerosa dos direitos de subscrição de ações com direito ao voto, ou seja, transfere-se o direito de preferência em subscrevê-las, em um eventual aumento de capital. Verificada esta condição, caso haja a subscrição de ações em número suficiente para garantir-lhe o controle, deve-se proceder à OPA do art. 254-A.

Nestes casos, deve-se cuidar para que sejam oferecidas aos minoritários as mesmas condições aproveitadas pelo adquirente à época da alienação daqueles valores mobiliários. Também o preço deverá ser calculado com base ao valor praticado à época da alienação.

Há ainda uma outra hipótese de aquisição do controle por etapas, denominada no direito norte-americano de *multistep acquisitions*. Esta operação difere da paulatina aquisição de pequenas quantidades de ações, procedimento longo, custoso e que em nada garante ao acionista a possibilidade real de controle da companhia (principalmente no Brasil, em que há forte concentração de ações nas mãos de poucas pessoas, dificultando esta operação).

De fato, Guilherme Döring Cunha Pereira⁶⁵ ensina que o mecanismo das *multistep acquisitions* tem características próprias, dividindo-se em três etapas. Na primeira, o interessado no controle compra uma quantia significativa de ações; a segunda etapa consiste no lançamento de uma oferta pública para adquirir as ações dos acionistas da companhia, nas mesmas condições e preço oferecidas na primeira etapa; a última etapa ocorre caso haja acionistas remanescentes, em que se permite ao adquirente proceder a um *cash merger*, ou seja, a “expulsão” destes minoritários⁶⁶.

Neste caso, a OPA não tem como finalidade garantir a compra das ações dos minoritários, mas sim garantir a aquisição do poder de controle. E, por isso mesmo, não é caso de *tag along*, posto que (i) inexistente um contrato particular de alienação de controle; (ii) preservam-se aos acionistas as mesmas condições em todas as etapas.

Por fim, é importante ressaltar que a OPA obrigatória por alienação do poder de controle deverá ser oferecida sempre que se verifique, *in casu*, a alienação do poder de controle, independentemente de o fato concreto estar ou não previsto na redação do art. 254-A, posto que o texto legal não é *numerus clausus* com relação às hipóteses da alienação do poder de controle.

⁶⁵ *Alienação do Poder de...*, pp.39-40.

⁶⁶ Há mecanismo equivalente em nossa Lei do Anonimato no art. 3º, § 6º, *in verbis*:

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

3.4 A alienação do controle obtido por meio de acordo de acionistas

Há situações em que inexistente um acionista que detenha quantidade suficiente de ações para que ele consiga prevalecer, de modo permanente, nas deliberações sociais da companhia.

Quando isto ocorre, só é possível se vislumbrar o poder de controle através da soma de ações de diversos acionistas, que juntos formem a maioria do capital social votante. Estes acionistas se aglutinarão em torno de um interesse comum, qual seja, fazer prevalecer suas vontades por ocasião das assembléias gerais. A isto dá-se o nome de “acordo de acionistas”, previsto no art. 118, LSA.

Em que pese sua expressa previsão legal, não é necessário o arquivamento deste acordo na sede da companhia, bastando que se estabeleçam entre os participantes regras de conduta quando das deliberações sociais. Deste modo, como o voto já é direcionado previamente, garante-se a imposição da vontade daquele grupo, configurando-se, neste caso, o efetivo poder de controle pelos acionistas que compõem o acordo.

Frise-se que o poder de controle é exercido pelo grupo como um todo, e não por um ou alguns acionistas que o compõem; deste modo, a troca de posições acionárias entre eles não gera nenhuma consequência para a companhia, posto que o acordo subsiste nos mesmos moldes de sua formação originária.

Destaque-se, entretanto, que pode haver situações em que é possível se vislumbrar a incidência do art. 254-A quando da alienação onerosa do controle por parte do grupo participante do acordo de acionistas.

Um bom exemplo desta situação foi retratado pelo Parecer/CVM/SJU n.048 de 03/07/1984, ainda no regime do revogado art. 254 da Lei 6.404/1976. Em breve síntese, o caso versava sobre o poder de controle exercido por um conjunto de acionistas, vinculados por meio de um acordo. Este acordo foi rescindido e, posteriormente, um outro grupo – também constituído por um acordo de acionistas – veio a controlar a companhia. Apesar do controle da companhia ser exercido por um novo grupo de controladores, não se verificou aí a condição de incidência do art. 254-A,

LSA, qual seja, a alienação onerosa do controle, de modo que não se exigiu a OPA obrigatória. Este novo grupo de acionistas, detentor de 47% das ações votantes, resolve adquirir mais 5% das ações desta espécie, com o escopo de garantir o efetivo controle da companhia nas deliberações sociais. No entanto, ao invés de comprar as ações dispersas no mercado, preferiu fazê-lo com os antigos controladores, pagando por elas preço uniforme e superior àquele praticado no mercado.

O ocorrido demonstra que o objetivo destas sucessivas operações sempre foi o de alienar o controle da sociedade, utilizando-se destes meios como forma de fraudar a aplicação do *tag along*.

Em que pese a complexidade do caso, parece nítida a obrigatoriedade da OPA, possibilitando aos minoritários a auferição de, no mínimo, 80% do ágio obtido pelos ex-controladores.

Assim, é vital que sejam analisadas as peculiaridades do caso concreto para se julgar pela necessidade (ou não) de OPA obrigatória por alienação de controle, nos moldes ditados pelo art. 254-A, LSA.

4. OS DESTINATÁRIOS DA OPA NO ART. 254-A

O dispositivo que prevê o mecanismo de saída conjunta dos minoritários em caso de alienação privada do controle da companhia sempre foi alvo de polêmica e de sérias críticas por parte da doutrina.

Um dos aspectos mais polêmicos do art. 254-A, introduzido na LSA pela Lei n. 10.303/2001 – e do antigo art. 254 – é a questão dos destinatários da OPA por alienação do controle, ou seja: dentre todos os acionistas, quais deles devem usufruir o benefício do art. 254-A.

Este artigo é um instrumento de proteção dos acionistas minoritários, com base na igualdade que deve prevalecer entre os acionistas da companhia, ou seja, deve-se conceder a mesma proteção àqueles que pertencem a um mesmo *status socii*.

A grande discussão que se estabeleceu – e que ainda hoje prevalece – é se a OPA do art. 254-A deve ser destinada, indiscriminadamente, a todos os acionistas

da companhia, ou se ela deverá se circunscrever aos acionistas que possuem ações de mesma classe e espécie do acionista majoritário, ações estas com direito pleno, irrestrito e permanente ao voto.

O cerne de tal polêmica consiste em dois aspectos. O primeiro refere-se às expressões utilizadas pelo legislador na redação do *caput* do art. 254-A da LSA e do § 4º deste mesmo artigo. O *caput* faz referência ao oferecimento de OPA aos “demais acionistas” da companhia que tenham direito a voto. Já o § 4º dispõe sobre a possibilidade de se oferecer o prêmio aos “acionistas minoritários”.

Em segundo lugar, a polêmica também decorre do próprio objetivo do instituto, que é o de proteção dos demais acionistas excluídos do controle, oferecendo-os a possibilidade de (i) evitar perdas econômicas em decorrência da operação; (ii) escolher se sujeitar ou não ao novo controle.

Em que pese os argumentos daqueles que defendem a inclusão de todos os acionistas na OPA pela alienação do controle, não é esta a melhor posição, segundo lei, doutrina e jurisprudência. De fato, a conclusão a que se chega é a de que a OPA do art. 254-A deverá ser oferecida tão somente àqueles acionistas que possuam as mesmas ações objeto da alienação, quais sejam as únicas que conferem ao controlador a condição, plena e permanente de assumir o comando da companhia; e estas ações são, via de regra, as ordinárias⁶⁷.

Para fundamentar esta posição, necessária uma incursão preliminar sobre as características de cada espécie de ação e quem pode ser identificado como acionista minoritário no sistema da Lei 10.303/2001.

4.1 As ações preferenciais na LSA

As ações preferenciais têm sua origem no direito norte-americano, tendo sido admitida em outros ordenamentos jurídicos, tal qual o francês, o alemão e o italiano. A finalidade de sua emissão é a captação de recursos para a companhia sem a alteração do controle da companhia. Logo, ao mesmo tempo em que serve de

⁶⁷ Em que pese haja exceções quanto à sua participação na OPA do art. 254-A, como teremos a oportunidade de analisar no item 4.2, *infra*.

financiamento para a sociedade, possibilita aos investidores a distribuição de dividendos, sem influenciar no poder político da sociedade.

Por não influenciar na gestão societária e ter prioridade no recebimento dos dividendos – ou recebê-los a maior – estas ações são consideradas verdadeiros “títulos de renda”. A preferência no recebimento de remuneração se deve, no mais das vezes, como uma troca pela destituição dos seus direitos políticos, impossibilitando a estes acionistas a participação ativa nos rumos da sociedade.

Cumprido ressaltar, todavia, que apesar das ações preferenciais serem tidas como aquelas sem direitos políticos, não há restrição alguma na lei para que estas também gozem do direito ao voto pleno e permanente. No entanto, a Lei 6.404/1976 (consoante os arts. 15, § 2º e 111) faculta a retirada deste direito, ou a sua restrição em alguma medida. Neste caso, a sua emissão estará restrita a 50% das ações emitidas pela sociedade.

Convencionou-se, assim, que as preferenciais teriam vantagens pecuniárias em detrimento do direito ao voto (ou que esta prerrogativa lhe fosse restrita). Porém, o fato de os direitos políticos das ações preferenciais serem tolhidos não significa que seus titulares nunca tenham voz ativa na sociedade.

De fato, há situações que permitem a participação do preferencialista nas deliberações da companhia por meio de voto, mesmo na hipótese de restrição total; é o que ocorre quando estes acionistas não recebem da companhia os dividendos que lhe cabem, por até três anos consecutivos (ou prazo inferior previsto em estatuto). Nesta situação, o preferencialista tem pleno direito ao voto, como ordinário fosse, até que a companhia proceda ao adimplemento da obrigação (art. 111, §§ 1º e 2º).

Outras circunstâncias especiais também conferem o direito ao voto ao preferencialista, mas o fazem restritivamente. O art.136, § 1º reza que este acionista deverá ratificar em assembléia especial as propostas de *criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto* ou de *alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou*

amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida (art.136, I e II).

Outras situações estão previstas pelos arts.18 e 141, § 4º, inciso II e art.161, § 4º, a, os quais possibilitam – se previstos pelo estatuto – a participação dos preferencialistas nas eleições dos componentes da Diretoria, do Conselho de Administração e de membro do Conselho Fiscal, desde que representativos de 10% do capital social.

Como uma forma de compensação à falta de direitos políticos das ações preferenciais, confere-se a estas ações uma série de vantagens pecuniárias.

Estas vantagens estão enumeradas no art.17 da Lei 6.404/1976, e consistem em: (i) prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (ii) prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; (iii) na acumulação destas duas preferências. Adicionalmente, para que sejam admitidas em negociação no mercado, é preciso que o estatuto preveja pelo menos uma das vantagens enumeradas pelo § 1º daquele artigo, quais sejam:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Portanto, de acordo com as vantagens a elas atribuídas, as ações preferenciais podem ser divididas em diferentes classes, conforme disposto no art. 15, §1º, LSA⁶⁸.

⁶⁸ Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

§ 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.

As considerações acima despendidas acerca das características das ações preferenciais são cruciais para a conclusão acerca da participação destas ações na OPA por alienação de controle. É isto que permitirá definir se os acionistas detentores de tais ações podem ou não ser incluídos entre os “demais acionistas” (segundo o caput do art. 254-A) e os “acionistas minoritários” da companhia (conforme o § 4º do atual art. 254-A e pelo antigo art. 254, LSA) ou se esta inclusão se dará caso estas ações passem a gozar, circunstancialmente, do direito ao voto.

Por fim, é importante destacar que os preferencialistas estarão inseridos na OPA por alienação de controle caso o estatuto lhes preveja tal vantagem, conforme dispõe o inciso III do § 1º do art.17, LSA. Neste caso, as preferencialistas gozarão das mesmas condições atribuídas ao controlador e aos outros minoritários, devendo auferir, no mínimo, o mesmo valor das ações devidas às ações ordinárias.

Os aspectos acerca da possibilidade e abrangência do *tag along* às ações preferenciais serão tratados mais adiante, após a necessária análise acerca da definição de “maioria” e “minoría” na Lei das S/A.

4.2 As ações ordinárias na LSA

As ações ordinárias conferem aos seus titulares o poder político nas deliberações sociais, de modo irrestrito. Diferentemente das ações preferenciais, que podem ser divididas em várias classes de acordo com as vantagens ou preferências que lhe são atribuídas, as ações ordinárias só permitem esta classificação quando emitidas por companhias fechadas, a teor do § 1º do art.15, LSA.

As ordinárias não só conferem ao seu titular o poder de votar como também de ser votado, além de assegurar-lhe os demais direitos próprios de acionista, como percepção de dividendos, fiscalização da companhia, preferência na subscrição de novas ações, e demais direitos.

Entretanto, a Lei do Anonimato dispõe acerca de quatro situações que tolhem do ordinarista o direito ao voto, ou limitam o seu exercício. Estas situações

podem ensejar a impossibilidade do ordinarista participar do *tag along* quando da alienação do poder de controle da companhia aberta.

A primeira hipótese refere-se às ações empenhadas, consubstanciada no art. 113, LSA; tal artigo reza que *“o penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações”*. Apesar de o direito ao exercício do voto ficar restrito até a extinção do penhor, é certo que o direito ao voto subsiste, subsistindo também os benefícios dele decorrentes.

Ademais, não há entrave legal para que se ocorra a alienação de ações empenhadas, desde que o credor consinta com a venda⁶⁹. Portanto, apesar de criar empecilhos à livre disposição das ações, esta circunstância não impossibilita a participação deste ordinarista na OPA do art. 254-A.

A segunda hipótese concerne às ações oferecidas em alienação fiduciária, que está no parágrafo único do artigo 113, LSA, dispondo que *“o credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato”*.

Se é certo que o devedor poderá exercer o direito ao voto, ainda que nos limites contratuais, é fato que ele não poderá usufruir dos benefícios advindos do direito ao voto, posto que não é ele o proprietário destas ações. Segundo lição de Sílvio de Salvo Venosa⁷⁰, o *“credor adquire a propriedade resolúvel da coisa móvel financiada. O devedor fiduciário permanece com a posse direta do bem de molde a usufruí-lo”*.

Neste caso, o melhor entendimento é aquele que exclui estas ações do direito de participar da OPA por alienação de controle. Isto porque o caput é claro ao estabelecer que o adquirente só se obrigará a adquirir as ações *“com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia”*. Ora, se a propriedade não é do

⁶⁹ Em conformidade com o art. 1.436, V, do Código Civil, a saber:
Art. 1.436. Extingue-se o penhor:

V - dando-se a adjudicação judicial, a remissão ou a venda da coisa empenhada, feita pelo credor ou por ele autorizada.

⁷⁰ VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito Civil: contratos em espécie*. 5 ed., vol.3, São Paulo: Atlas, 2005, p. 105.

acionista – que detém somente a posse – não é possível sua participação na OPA do art.254-A.

Por outro lado, também não seria possível a participação do proprietário destas ações (o credor) na OPA, posto que sua propriedade é resolúvel: uma vez quitada a dívida, deverá o credor devolver as ações objeto do contrato de alienação fiduciária.

Para Douglas Yamashita⁷¹, só há duas alternativas para que o acionista possa participar da OPA obrigatória do art. 254-A neste caso, quais sejam, (i) a substituição do bem dado em garantia ou (ii) a quitação da dívida.

Estas considerações também podem ser aproveitadas no caso de restrição ao voto das ações ordinárias gravadas com usufruto, conforme limitação do art.114, LSA⁷². A uma, porque o usufrutuário não é proprietário das ações; a duas, porque não tem o direito ao voto pleno e permanente.

Entretanto, é de se questionar se o proprietário não teria direito de participar da OPA do art. 254-A, LSA; de fato, não há óbice para que o proprietário participe da oferta pública, desde que mediante prévio acordo com o usufrutuário. Esta hipótese era expressamente prevista no Código Civil de 1916 (vide art.720⁷³), e foi extirpada do ordenamento civil com o advento do novo Código. Porém, ainda é viável esta possibilidade, caso haja acordo entre ambos.

A quarta restrição aos direitos políticos do ordinarista encontra-se no art.120, LSA, que determina que *“a assembléia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação”*. Dentre estes direitos, está a vedação ao exercício do voto nas deliberações sociais.

Com relação a esta hipótese, necessária a diferenciação entre o direito ao voto e o exercício de direito ao voto. Logo, no caso de inadimplência, o que se

⁷¹ YAMASHITA, Douglas. *Dos destinatários da oferta pública na alienação de controle da companhia aberta*. In RDM n. 131, jul/set de 2003, p.209.

⁷² “Art. 114. O direito de voto da ação gravada com usufruto, se não for regulado no ato de constituição do gravame, somente poderá ser exercido mediante prévio acordo entre o proprietário e o usufrutuário”.

⁷³ “Art. 720. Quando o usufruto recai sobre apólices da dívida pública ou títulos semelhantes, de cotação variável, a alienação dele só se efetuará mediante prévio acordo entre o usufrutuário e o dono”.

suspende é o exercício do direito ao voto, e não o voto propriamente dito. Assim, nas palavras de Douglas Yamashita⁷⁴:

Para efeitos do direito de participação da oferta pública na alienação do controle dirigida à *"aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia (...)"*, isto significa que muito embora o acionista não possa exercer seu direito de voto, suas ações nunca perdem direito de gozo de benefícios conferidos pelo direito de voto, de tal modo que deverão ser incluídas na oferta pública.

Há ainda uma outra situação que, em que pese não restrinja o direito ao voto do acionista, representa um ônus sobre as ações, qual seja, o fideicomisso. Este ônus está inserido no art. 40 da Lei das S/A, e é definido pelo art. 1.951 do Código Civil⁷⁵. Apesar de ser um ônus, o fideicomisso não restringe ou veda os direitos políticos do acionista, de modo que o proprietário das ações (o fiduciário), sempre possui o direito pleno e permanente ao voto. Assim, estas ações estão incluídas na OPA do art. 254-A.

Em conclusão a este tópico, tem-se que, há circunstâncias que impedem a participação do ordinarista na OPA por alienação de controle, a saber, quando as ações são objeto de alienação fiduciária e, quando objeto de usufruto e penhor, se houver discordância entre as partes acerca da alienação das ações em OPA. Conclui-se, portanto, que não é sempre que as ações ordinárias podem ser incluídas no mecanismo previsto no art. 254-A.

É a partir destas breves considerações acerca das características de cada espécie de ação que estabelecer-se-á com precisão quem poderá participar da OPA obrigatória por alienação de controle, nos moldes do art.254-A da Lei 6.404/1976. Para fins deste estudo, as ações preferenciais serão referidas como aquelas sem direito a voto ou com direito a voto restrito, e às ações ordinárias como aquelas que possuem direito pleno e permanente de voto, resguardadas as respectivas exceções.

⁷⁴ *Dos Destinatários da Oferta Pública...*, p.210

⁷⁵ Art. 1.951. Pode o testador instituir herdeiros ou legatários, estabelecendo que, por ocasião de sua morte, a herança ou o legado se transmita ao fiduciário, resolvendo-se o direito deste, por sua morte, a certo tempo ou sob certa condição, em favor de outrem, que se qualifica de fideicomissário.

4.3 O desafio do tratamento isonômico: “maioria” e “minoría” na LSA

O texto original do art. 254⁷⁶, inserido no sistema normativo por ocasião da aprovação da Lei 6.404/1976, era recorrente ao mencionar os “acionistas minoritários” como os destinatários da OPA por alienação de controle. A utilização desta expressão suscitou diversas dúvidas entre os juristas, bem como as expressões “maioria” e “minoría”.

A questão não é irrelevante. Até a Lei 10.303/2001, o capital social das sociedades anônimas podia estar representado por até 75% de ações preferenciais, dentre o total de ações por esta emitidas. Por isso, não era raro que a expressão “minoría” se referisse a nada menos que 75% do capital social. Destaque-se ainda que, no mais das vezes, são as ações preferenciais que estão ao alcance do público investidor, e não as ordinárias, o que justificava a amplitude da discussão acerca da incidência da norma.

A simples análise semântica das palavras não leva a conclusões precisas sobre o tema; o conteúdo de tais expressões fica mais claro quando toma-se por base as deliberações tomadas em assembléia geral. Assim, considera-se “maioria” aquela parcela que conseguiu aprovar sua posição naquela ocasião, ao passo que a “minoría” corresponderia aos demais que não conseguiram prevalecer sua orientação. Daí

⁷⁶ A redação original do art. 254 era a seguinte:

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

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

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

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

A mesma referência aos minoritários ocorria no art. 255, como transcrito abaixo:

Art. 255. A alienação do controle de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar e cujas ações ordinárias sejam por força de lei, nominativas ou endossáveis, está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto.

§ 1º A autoridade competente para autorizar a alienação deve zelar para que seja assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para a aquisição das suas ações, ou o rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar.

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

concluir-se que a “minoria” representaria os ordinaristas que não estivessem no controle societário.

Entretanto, a Lei do Anonimato utilizava (e ainda utiliza) o termo “minoria” como referente à massa de preferencialistas, equiparando-os, deste modo, aos ordinaristas não-controladores.

A imprecisão do termo “minoria” e, conseqüentemente, da expressão “acionistas minoritários”, causava grande dúvida acerca da abrangência do art.254, LSA. Para esclarecer este ponto, a doutrina se dividiu em duas correntes, cada qual pautada em um determinado entendimento acerca da propriedade do poder de controle.

A primeira⁷⁷ defendia que os acionistas minoritários correspondiam a todos aqueles excluídos do controle, inclusive os preferencialistas. Baseava sua posição no entendimento de que o poder de controle não pertencia única e exclusivamente ao controlador, mas sim à companhia ou, em última instância, a todos os seus acionistas. Para os autores desta corrente, alienar o poder de controle equivaler-se-ia à alienação da própria empresa. Por isso mesmo, todos os acionistas teriam direito a uma parcela do ágio recebido pela alienação do poder de controle, visto que todos contribuíram para a formação do capital social, sob pena de violação ao art. 109, II da LSA⁷⁸.

Para a segunda corrente, a expressão “acionistas minoritários” estaria restrita aos ordinaristas que não fizessem parte do controle. Sobre o tema, Fábio Konder Comparato⁷⁹ é incisivo, ao expor que:

Ora, minoria e maioria são noções que só fazem senso quando referidas ao direito de voto, a assembléias deliberativas ou a colégios eleitorais. A leitura do texto em outro sentido só serve para baralhar as cartas. No sistema da nova lei acionária [aqui, o autor já faz referência à Lei 10.303.2001], por exemplo, as ações preferenciais sem voto podem ser emitidas até metade do capital social (art. 15, § 2º). Nessa hipótese, quando a lei fala em acionistas majoritários, estará, porventura, se referindo aos titulares de ações

⁷⁷ Neste sentido, Modesto Carvalhosa Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.

⁷⁸ Este artigo dispõe o seguinte:

*Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:
II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;*

⁷⁹ *O Poder de Controle...*, p. 310.

preferenciais não votantes? Não vemos, portanto, em estrita lógica, nenhuma infringência, pela Resolução n. 401, do texto do art. 254 da lei.

O autor, entretanto, assume que a expressão é capciosa, enumerando casos em que ora a lei entende como “minoritários” aqueles titulares de ações votantes (vide art.161, § 4º), ora a lei tem por minoritários todos os não controladores (a teor do art. 117, § 1º); no entanto, afirma veementemente que *“tirante a hipótese do art. 117, § 1º, toda vez que a lei se refere a “maioria” e “minoría”, ela o faz no sentido lógico-semântico acima lembrado”*⁸⁰, ou seja, ordinaristas controladores *versus* ordinaristas não controladores.

Outros autores também se filiaram a esta corrente, defendendo que a expressão “minoría” só abrangeria as ações ordinárias. No parecer de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira⁸¹:

A primeira observação a fazer é que “maioría” e “minoría”, expressões de uso freqüente no direito anônimo, são empregadas nas leis (brasileira, e também nas estrangeiras) com alcances variados, dependentes do todo, ou do universo a que se reporta cada artigo.

(...)

Bastam esses exemplos – que poderiam ser multiplicados – para evidenciar que “minoría” é expressão que não pode ser determinada senão em função da maioria a que se reporta – pois é sempre, apenas, a diferença entre maioria e a totalidade – como adverte D. SCMMIDT (1970, p. 3/4).

No caso em exame, para determinarmos a que minoría se reporta o artigo 254, teremos, pois, que identificar o universo a que se dirige a norma legal. A dedução evidente da leitura do texto é a de que se o controle está em função da maioria com direito de voto, obviamente a lei se refere à minoría de acionistas titulares dos que interferem na formação do controle.

De fato, o entendimento jurisprudencial da CVM adotou esta última corrente, até mesmo por força da Resolução n. 401⁸² do CMN, que era expresso ao delimitar como “minoritários” aqueles que tinham o direito a voto. O Parecer CVM SJU

⁸⁰ *O Poder de Controle...*, p. 310.

⁸¹ *A Lei das S.A.*, pp.637-638.

⁸² V-A alienação do controle da companhia aberta depende de prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários, para efeito de verificar se as condições da oferta pública aos acionistas minoritários satisfaz aos requisitos desta Resolução.

nº 55, de 22/08/78, elaborado por Norma Parente confirma a posição do colegiado da CVM, como transcrito abaixo:

Ora, relativamente aos acionistas preferenciais, é de se desconsiderar, de plano, a necessidade de se assegurar-lhes o tratamento igualitário a que se refere a Lei, visto dispor neste sentido a Resolução 401 do CMN.

Quanto aos acionistas ordinários, cujos minoritários teriam legalmente direito a um tratamento igual ao dispensado ao majoritário por ocasião da alienação do controle, é de se apurar primeiramente a identificação deste.

Com o advento do art. 254-A, por ocasião da Lei 10.303/2001, o *caput* deste dispositivo legal estabeleceu de forma mais nítida os destinatários da OPA por alienação de controle, ao falar em obrigatoriedade da OPA para as “ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia”, só se referindo a “acionistas minoritários” no § 4º do mesmo dispositivo.

Entretanto, ao mesmo tempo em que excluiu as ações sem direitos políticos, este artigo introduziu novo elemento de perturbação, pois não foi exaustivo ao definir quem são os acionistas com direito a voto. No sábio magistério de Calixto Salomão Filho⁸³, substituiu-se “a oposição majoritário / minoritário pela outra, ordinarista / preferencialista”.

Conforme já referido neste estudo, os ordinaristas são considerados como aqueles que sempre possuem direitos políticos⁸⁴, ao passo que os preferencialistas são aqueles que ou não os possuem ou os têm com restrições – em que pese não haja nenhuma vedação legal para que se atribua a estas ações direito ao voto pleno e permanente – recebendo em contrapartida maiores vantagens econômicas.

Por outro lado, há situações – tais quais aquelas descritas no item 4.1 – em que as ações preferenciais adquirem o direito ao voto, mesmo quando não possuem direito político algum.

Partindo deste cenário, questiona-se se a abrangência do termo “ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia” atinge os preferencialistas com direitos políticos restritos ou preferencialistas que, mesmo

⁸³ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 2 ed., São Paulo: Malheiros, 2002, p.118.

⁸⁴ Exceto as situações descritas no item 4.2.

destituídos de tal direito, passam a adquiri-lo em razão da não distribuição de dividendos nos termos da lei ou do estatuto.

Originou-se a partir daí uma discussão doutrinária e jurisprudencial acerca da questão. No sistema do art. 254, introduzido originalmente pela Lei 6.404/2001, muitos autores eram categóricos ao afirmar que os preferencialistas não participavam do *tag along*; a explicação se baseava justamente nas noções de “minoría” e “maioría”, o que era uma justificativa lógica para os termos utilizados no texto de lei.

Alfredo Lamy Filho⁸⁵, por exemplo, afirmou que não tinha dúvida “*em afirmar que a oferta pública para aquisição de ações, por força da alienação de controle, não abrange os titulares de ações preferenciais, sem direito de voto, mesmo que tais ações estejam no exercício transitório desse direito por haver a companhia deixado de pagar dividendos*”.

No mesmo sentido entendeu o já extinto Tribunal Federal de Recursos, em decisão de 27/10/1981, de lavra do Relator Carlos Madeira⁸⁶, cuja ementa é a seguinte:

I — O conceito de maioria e minoría, na nova Lei de Sociedades Anônimas, se funda na maior ou menor participação no capital votante, tendo em vista o controle da companhia. Não se incluem na minoría as ações preferenciais, que, por suas características, não participam do poder de controle, limitando-se ao interesse de auferir dividendos.

II — Na aquisição do controle acionário da companhia, a oferta pública tem por objeto ações com direito a voto permanente que assegure aquele controle. Direito transitório de voto adquirido por ações preferenciais em virtude da falta de distribuição de dividendos...não as inclui no controle da companhia, tal como previsto atualmente, por isso que não assegura de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral, como quer a letra a do artigo 116 da Lei 6.404, de 1976.

A relevância acerca do tema assumia maiores proporções ao se considerar que a emissão de ações preferenciais sem direito a voto era permitida até o montante de 75% do capital social da companhia, deixando uma grande quantidade de acionistas fora das benesses conferidas pela OPA obrigatória em caso de alienação de

⁸⁵ A Lei das S/A, p.636.

⁸⁶ In LAMY FILHO, Alfredo e PDREIRA, José Luiz Bulhões A Lei das S/A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 642.

controle. Estes acionistas eram, portanto, majoritários em relação ao capital investido, embora minoritários com relação ao poder de comando da companhia.

Considerando este ponto, até a matemática demonstra a inviabilidade de se compreender os preferencialistas no *tag along*, no regime anterior à Lei 10.303/2001, senão analise-se a seguinte hipótese: uma companhia tem seu capital social dividido em 75% de ações preferenciais e o restante em ações ordinárias, sendo que 20% destas ações estão na mão do controlador. O controlador, em negócio jurídico privado de alienação de controle, decide transferir o poder de controle a um terceiro (adquirente), que passa a ter a obrigatoriedade de fazer a OPA aos acionistas minoritários. Suponha-se ainda que o adquirente limite sua oferta somente à quantidade correspondente ao restante das ordinárias (5%). Com relação a isto, o antigo § 2º do art. 254⁸⁷ obrigava o rateio das ações caso o número de ações ofertadas – incluindo as do controlador – ultrapassasse o máximo previsto na oferta. Considerando como minoritários todos os não controladores (ou seja, os detentores de 5% das ações ordinárias mais os detentores de 75% de ações preferenciais), ao se propor a OPA, as preferenciais também deverão entrar no rateio. Supondo (em hipótese extrema) que todos queiram alienar suas ações ao adquirente, este, ao final da operação, não terá obtido o controle da companhia.

⁸⁷ § 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.

Na redação atual do art. 254-A, o legislador se omitiu acerca da possibilidade do rateio. Entretanto, cremos ser este possível, com base nos argumentos utilizados por Andréa Fernandes Andrezo (*A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária – efetivo avanço?*, in RDM n. 130, abr/jun 2003, p. 176), transcritos abaixo:

“Outro aspecto que divide os doutrinadores refere-se à possibilidade de rateio. O art. 254-A da Lei das S/A não prevê a obrigatoriedade de oferta pública para adquirir a totalidade das ações, tal como estabelece o art. 4º, que dispõe sobre a OPA para cancelamento de registro. Assim, é possível que, na OPA por alienação de controle, o adquirente estabeleça um limite máximo de ações que está disposto a comprar na aquisição do controle da companhia, procedendo-se a rateio, que deve abranger inclusive as ações do acionista controlador, caso a quantidade de ações que os acionistas minoritários queiram vender seja superior ao limite por ele estabelecido. Impedir esta possibilidade seria ilegal e poderia inviabilizar operações, em decorrência do excessivo valor do desembolso que o adquirente do controle poderia vir a ser obrigado a efetuar”.

Este exemplo mostra o quão paradoxal seria a inclusão dos preferencialistas na OPA do art. 254-A: em uma operação de alienação de controle, o adquirente terminaria a oferta pública sem obtê-lo para si.

No regime do atual art. 254-A, a discussão segue a mesma orientação daquela adotada antigamente: boa parte da doutrina e jurisprudência entende que, pelo texto do dispositivo em questão, não é viável estender a abrangência do art. 254-A aos preferencialistas, pelos mesmos motivos despendidos acima.

Por ora, é relevante ponderar que a inclusão dos preferencialistas no direito de saída conjunta seria verdadeiro acinte ao princípio da igualdade, por obrigar o adquirente a pagar o mesmo preço e oferecer as mesmas condições a ações de espécies distintas.

Neste passo, deve-se recordar que o princípio da igualdade é fundamento da OPA por alienação de controle, elaborada pelo legislador justamente para prevenir potenciais injustiças com os ordinaristas minoritários, possuidores de ações de mesma espécie que os controladores.

Assim, sempre que se verificar a alienação do controle, estar-se-á diante de uma situação que coloca em risco os interesses dos minoritários, na medida em que a venda do controle acionário pode ensejar situações que os deixem em desvantagem, tais como a premente iliquidez das ações, queda nos valores dos títulos, apropriação ilegítima pelo controlador de ativos pertencentes à sociedade, etc.⁸⁸

Neste caso, a OPA deixa de ser mero meio para a venda de ações com ágio pelos acionistas minoritários, para ser verdadeiro instrumento de garantia da igualdade entre acionistas detentores da mesma espécie de ações.

⁸⁸ Luiz Leonardo Cantidiano (*Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, coord. Jorge Lobo, São Paulo: Forense, 2002, p.65, citado por Fernando Shayer, *Governança Corporativa e as ações preferenciais – dilema do legislador brasileiro*, in RDM n. 126, abr/jun 2002, p. 76) expõe diversas hipóteses de vantagens que o controlador pode auferir, tais como: venda de ativos da empresa abaixo do valor de mercado para uma outra empresa de propriedade do controlador, emprego de familiares não qualificados, implementação de projetos ineficientes, mas que atendam os interesses particulares dos administradores e/ou controladores, salários excessivamente altos para diretores e contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores. Fernando Shayer continua, apontando que em que pese seja “fácil vislumbrar a existência de tais benefícios, é muito difícil mensurá-los”.

Como já analisado, a isonomia no âmbito do direito societário deve ser vista sob a perspectiva de que merecem o mesmo tratamento aqueles que possuam a mesma espécie e classe de ações; portanto, se dentro de uma mesma classe e espécie, um receber mais vantagens que os demais, demanda-se a proteção daqueles prejudicados. Neste sentido, a OPA do art. 254-A representa uma verdadeira “ação afirmativa” em prol dos minoritários.

Por isso, dadas as condições impostas pelo art. 254-A e pelo art. 29 da Instrução 361 da CVM, conclui-se que o direito de saída conjunta deve ser concedido tão somente aos acionistas que gozem do pleno e permanente direito a voto.

4.4 A possibilidade de inclusão das ações preferenciais na OPA por alienação de controle

Partindo da conclusão acima exposta, afirma-se a impossibilidade de se incluir as ações preferenciais na OPA por alienação de controle prevista no artigo 254-A, posto que estas ações, comumente, são tolhidas do direito ao voto pleno e permanente nas companhias brasileiras.

A inclusão na OPA do art. 254-A somente de ações que tenham plenos direitos políticos se explica pelo fato de que o ágio pago está intrinsecamente atrelado ao voto, à possibilidade de influenciar toda e qualquer deliberação da companhia e, por via reflexa, comandar o complexo empresarial e determinar a sua política; por este motivo, em nada adiantará ao controlador pagar a mais por uma ação que não lhe confira tal direito, ou o faça limitadamente. Logo, aproveitam-se de parte do ágio pago ao controlador aqueles acionistas que possuam ações com direito pleno e permanente de voto, pautando-se assim no tratamento isonômico que deve prevalecer entre os acionistas.

Por estas razões, explica-se a exclusão das ações sem direito a voto – as preferenciais – neste caso. Contudo, há algumas situações que podem gerar dúvidas.

A primeira delas diz respeito às ações preferenciais que adquirem o direito a voto por ocasião da não distribuição de dividendos, nos termos do art. 111, § 1º, LSA.

Questiona-se sobre a possibilidade de incluir os preferencialistas na OPA obrigatória por alienação de controle, já que neste caso os acionistas detentores destas ações passam a ter direitos políticos.

Seguindo o entendimento da melhor doutrina⁸⁹, as ações preferenciais não devem ser incluídas na OPA do art. 254-A, por não satisfazerem todos os requisitos necessários. Se por um lado, estas ações passam a adquirir o direito ao voto, por outro, tal direito é restrito no tempo: sua duração perdura só até o momento do pagamento dos dividendos devidos pela companhia.

Aliás, o próprio poder de controle exige que o direito de voto seja irrestrito e permanente, e não condicional e transitório, como ocorre com as ações preferenciais que adquirem o direito ao voto circunstancialmente.

Portanto, contrariamente ao art. 29 da Instrução 361 da CVM, tais ações não possuem o direito ao voto pleno e permanente, de modo que estão excluídas do *tag along* em caso de alienação de controle da sociedade.

O mesmo se dá com as ações preferenciais que detêm direitos políticos restritos, ou que os obtêm circunstancialmente, por não atenderem o requisito de voto pleno e permanente.

Outra situação que enseja dúvida é aquela em que a alienação de controle é feita com o objetivo de extinguir a sociedade ou de desviá-la de sua finalidade original. Este caso é freqüente quando a alienação de controle se dá em favor de uma concorrente, e também no caso de instituições financeiras (situação ainda mais comum no passado, quando em vigor as cartas-patentes).

Segundo Calixto Salomão Filho, este caso é ilustrativo da ocasião em que a alienação de controle representa a própria cessão da organização empresarial. O autor vai além, afirmando ser desnecessário um dado formal que indique a extinção da personalidade jurídica da sociedade; segundo ele, a simples inserção da "*sociedade em outra estrutura empresarial, ainda que com a manutenção da personalidade jurídica*"⁹⁰ já é suficiente para determinar a extensão da OPA a todos os outros acionistas.

⁸⁹ A favor: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira ((*A Lei das S.A.*), Roberta Nioac Prado (*Oferta Pública de...*) e Arnaldo Wald. (*Do Descabimento de Oferta Pública...*).

⁹⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 2 ed., São Paulo: Malheiros, 2002, p.123.

Exemplo de cessão da empresa como motivo de inclusão dos preferencialistas em OPA por alienação de controle é o caso descrito no Recurso Especial nº 34.834-5-PR⁹¹ que, em acórdão de lavra do Ministro Waldemar Zveiter, o qual considerou a inclusão dos preferencialistas na OPA quando a alienação do controle era seguida de incorporação da companhia.

Tratava-se de caso de alienação de controle de instituição financeira, com posterior incorporação, em que se considerou para a formação do preço do poder de controle o valor das cartas-patentes pertencentes à companhia cujo controle fora alienado; neste caso, o Relator foi suficientemente claro ao dispor que *“tudo se passa como se a sociedade incorporadora houvesse adquirido a totalidade do acervo empresarial da incorporada, pagando a essa o preço da aquisição”*, concluindo mais além, com base nos ensinamentos de Fábio Konder Comparato que, por este motivo, seria *“antijurídico que esse preço total da aquisição da empresa (não o preço de aquisição do controle, simplesmente) seja distribuído aos acionistas da incorporada desproporcionalmente à sua participação no acervo empresarial”*.

Para os que se filiam a este entendimento, a empresa propriamente dita também pertence aos preferencialistas, motivo pelo qual estes também deveriam participar da OPA do art. 254-A. É difícil, porém, a identificação desta situação na prática, de modo que só a análise do caso concreto poderá dar subsídios para a resolução da questão.

Ademais, frise-se que a redação do art. 254-A não dá ensejo a este entendimento; o caput se refere tão somente à “alienação do poder de controle” que, ao menos em tese, não se identifica com a venda da própria companhia, apesar de disponibilizar ao seu adquirente o controle sobre o seu complexo empresarial.

Por fim, há a inclusão das ações preferenciais no *tag along* quando o próprio estatuto da companhia prevê tal prerrogativa. Isto está entabulado pelo inciso III, § 1º, art.17, LSA, o qual possui o seguinte teor:

Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:
(...)

⁹¹ STJ, RESP 34.834-5-PR, 3ª Turma, Rel. Min. Waldemar Zveiter, julgado em 14/09/1993.

§ 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

(...)

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Portanto, não há dúvidas que as ações preferenciais, mesmo sem nenhum direito ao voto, podem participar da OPA do art. 254-A caso a vantagem correspondente a este inciso esteja prevista no estatuto⁹².

Assim, conclui-se pela admissibilidade das ações preferenciais no *tag along* caso haja previsão estatutária, nos moldes do art.17, § 1º, III, ou quando o estatuto simplesmente não lhes retira o direito a voto, preenchendo a condição do art. 254-A e da Instrução CVM 361.

⁹² É muito comum, nestes casos, que a companhia preveja uma diferença percentual entre os valores devidos aos detentores de ações preferenciais e aos detentores de ações ordinárias. Algumas companhias prevêm *tag along* de 100% para as ordinárias e 80% para as preferenciais de classe "A" e de 100% para as preferenciais de classe "B", por exemplo.

CONCLUSÃO

Este trabalho versou sobre os destinatários da oferta pública de ações por ocasião da alienação do controle da companhia, conforme exigência legal contida no art. 254-A, inserida na lei 6.404/1976 por meio da lei 10.303/2001.

Como se referiu em diversas ocasiões ao curso deste estudo, tal situação recebe várias denominações na doutrina, tais como “saída conjunta dos acionistas minoritários” e “*tag along*”, este último mais em voga no mercado de capitais.

Para se chegar a conclusões acerca do tema, foi imprescindível um estudo prévio acerca da condição de incidência da OPA obrigatória do art. 254-A, qual seja, a alienação onerosa do poder de controle da companhia aberta. Como visto, nem sempre é óbvia a ocorrência deste evento, seja pela atipicidade dos fatores⁹³, seja pela proposital simulação das partes com o intuito de driblar as imposições legais.

Demonstrou-se também que conclusões mais aprofundadas acerca do tema em questão estavam adstritas à análise sobre a legislação como um todo, buscando fundamentar a problemática com base no *mens legis*, tanto quando da formulação do art. 254 quanto o do art.254-A, e na inserção desta norma no conjunto normativo da Lei 6.404/1976, harmonizando-a com os demais dispositivos infralegais sobre o tema.

Outrossim, uma conclusão acerca dos destinatários da OPA do art. 254-A está necessariamente condicionada a outros dois fatores, quais sejam: o fundamento e as finalidades desta norma. Como visto, seu fundamento está no princípio da igualdade, conferindo tratamento equânime aos acionistas detentores de ações de mesma espécie e classe.

Com relação às finalidades da norma, são precipuamente duas, quais sejam: (i) garantir que o minoritário, além de não sofrer perdas patrimoniais, possa também auferir um valor razoável em decorrência da alienação onerosa do poder de controle, evitando que o controlador alienante se aproprie de valores que não lhe são

⁹³ Podemos exemplificar alguns, como: transferência do controle por herança das ações, doação *inter vivos* das ações pertencentes ao bloco de controle, aquisição do controle por meio de várias etapas dentro de um longo período de tempo, etc.

próprios; (ii) permitir ao minoritário escolher entre permanecer na companhia ou sair desta, em decorrência da nova administração, mediante a garantia de que não haverá perdas patrimoniais com a operação de alienação onerosa do poder de controle.

A partir daí, conclui-se que o art. 254-A é, de fato, um instrumento de proteção aos acionistas minoritários da companhia aberta, dando-lhes garantias e transparência quando da efetivação do negócio jurídico privado de alienação de controle. No entanto, com base no texto legal, nos instrumentos infralegais que regem a matéria, na doutrina e na jurisprudência, conclui-se que nem todos os acionistas da sociedade poderão gozar deste mecanismo de proteção.

Portanto, a melhor posição é aquela que concede tal direito somente àqueles acionistas que detêm, por meio de suas ações, voto pleno e permanente nas deliberações sociais da companhia; e por voto “pleno e permanente”, deve-se entender como aquele que possui tais características irrestritamente, sem limitações ou condicionantes de qualquer ordem.

Sendo este o divisor de águas na problemática que aqui se coloca, poder-se-ia, preliminarmente, afirmar que os ordinaristas seriam os únicos a gozarem de tais prerrogativas, visto que as ações ordinárias não possuem, estatutariamente, nenhuma restrição quanto ao voto.

No entanto, deve-se entender esta assertiva com temperança. De fato, pode-se verificar que mesmo as ações ordinárias possuem algumas restrições com relação ao voto. Há restrições, entretanto, que tolhem seus acionistas somente do exercício de tal direito, mas não lhes retiram o direito em si, o que lhes faculta o direito de saída conjunta.

Em outras três ocasiões, porém, a restrição impedirá a participação deste acionista na OPA obrigatória de alienação de controle da companhia. Uma destas hipóteses é quando a ação é objeto de alienação fiduciária; a segunda situação ocorre por força do usufruto, quando há discordância entre o proprietário e o usufrutuário quanto à venda das ações na OPA; o mesmo ocorre com a ação empenhada, a qual só poderá ser objeto de venda quando da anuência do credor.

Já com relação aos preferencialistas – os quais, via de regra, não possuem o direito pleno e permanente ao voto – podem ser incluídos no *tag along* quando há previsão estatutária desta vantagem, conforme pautado pelo art. 17, § 1º, III.

Uma outra hipótese na qual o preferencialista pode ser incluído no *tag along* – mais óbvia, é verdade – é quando o estatuto não lhe tolhe os direitos políticos, ocasião em que este possui pleno e permanente direito ao voto, tal como um ordinarista.

Portanto, respeitadas as exceções expostas acima, conclui-se que os ordinaristas sempre participam da saída conjunta dos minoritários, proporcionado pela OPA do art. 254-A, enquanto que os preferencialistas nela não se incluem, por não possuírem ações com direito a voto irrestrito.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDREZO, Andréa Fernandes. **A Alienação de Controle da Companhia Aberta e a Recente Reforma da Legislação Societária – Efetivo Avanço?** *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 130, Nova Série, 2003, pp.160-179.

BARROSO, Heller Redo. **A Alienação de Controle Acionário de Companhia Aberta e o Dever de Informação ao Mercado.** *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 116, Nova Série, 1999, pp.157-161.

BERLE, Adolf Augustus e MEANS, Gardiner Coit. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada.** Traduzido por Dinah de Abreu Azevedo, 2. ed., São Paulo: Nova Cultural, 1987.

BERTOLDI, Marcelo M. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima – Alguns Aspectos.** *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 118, Nova Série, 2000, pp. 63-76.

BLACK, Bernard S. **The legal and Institucional Preconditions for Strong Securities Markets.** *UCLA Law Review*, n.48, 2001, pp. 781-855.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário.** 8ª ed, revista, aumentada e atualizada, Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb e SZTERLING, Fernando. **O Novo Mercado e as Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Exame de Legalidade Frente aos Poderes das Bolsas de Valores.** *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 125, Nova Série, 2002, pp.96-128.

BULGARELLI, Waldírio. **A Proteção às Minorias na Sociedade Anônima (à luz da nova Lei das Sociedades por Ações, Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976)**. São Paulo: pioneira, 1977.

BULGARELLI, Waldírio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A (de acordo com a Reforma da Lei 6.404/76)**. Rio de Janeiro: Renovar.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Vol. 4, tomo II, ed.2, revista e atualizada, São Paulo: Saraiva, 2003.

CHANDER, Anupam. **Minorities, shareholders and otherwise**. *Yale Law Journal*, vol. 113, 2003.

COELHO, Fábio Ulhoa. **O Direito de Saída Conjunta (“Tag Along”)**, *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador: Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. Vol.2. São Paulo: Saraiva, 2003.

COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima**. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

DE MORAES, Luiza Rangel de. **A Pulverização do Controle de Companhias Abertas**. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e de Arbitragem*, n.32, Revista dos Tribunais, 2006, pp. 49-84.

EIZIRIK, Nelson. **Sociedades Anônimas: jurisprudência**. 2ª tiragem, Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

FORGIONI, Paula A. e MESSINA, Paulo de Lorenzo. **Sociedade por Ações – jurisprudência, casos e comentários**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Lições de Direito Societário: Sociedade Anônima**. Vol.II, São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.

GUAZZELLI, Roberto. **Reforma da Lei das Sociedades por Ações**. São Paulo: Pioneira, 1998.

GUERREIRO. J.A Tavares. **Alienação de Controle de Companhia Aberta: o Papel das Instituições Financeiras**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 30, Nova Série, 1978, pp.115-119.

JOSUÁ, Adriana. **Alienação do Controle de S/A por Oferta Pública (art. 254-A da Lei das S/A)**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 126, Nova Série, 2002, pp.139-157.

LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** 2ª ed, vol. 2, parte III – Pareceres, Rio de Janeiro: Renovar. Ano 1996.

LOBO, Jorge. **Interpretação Realista da Alienação de Controle de Companhia Aberta**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 123, Nova Série, 2001, pp.7-22.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. **Limites de Efetividade do Direito Societário na Repressão ao Uso Disfuncional do Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 118, Nova Série, 2000, pp. 167-198.

MAGALHÃES, Roberto Barcellos. **A Nova Lei das Sociedades por Ações Comentada**. Vol. III, Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1977.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. Vol. 3, Belo Horizonte: Rio de Janeiro, 1979.

MENDONÇA, Jorge Ribeiro. **A Tomada de Sociedade Através de Oferta Pública de Aquisição**. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, vol. XLV, n. 1 e 2, 2004, pp. 42-81.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do Insider Trading**. 1978, publicação interna da CVM, disponível em www.cvm.gov.br.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Apontamentos sobre a Alienação do Controle de Companhias Abertas**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 76, Nova Série, 1989, pp. 15-25.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação do poder de Controle Acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995.

PERIN JUNIOR, Ecio. **A Tutela Jurídica do Acionista Minoritário de acordo com a Lei 10.303/2001**. *Revista de Direito Privado*, n.12, Revista dos Tribunais, 2002, pp. 106-130.

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

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 23ª ed., vol. 2, São Paulo: Saraiva, 2003.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 2. ed., Malheiros: São Paulo, 2002.

SANTOS JÚNIOR, Ricardo dos. **Tag Along – Mecanismo de Proteção aos Acionistas Minoritários e de Sustentação do Mercado de Capitais**. *Revista de Informação Legislativa*, n. 164, Senado Federal, 2004, pp. 331-345.

SANTOS, J.A Penalva. **Direitos dos Minoritários – Alienação de Controle de Companhia Aberta e os Direitos dos Minoritários. Análise do art. 254 da Lei nº 6.404 de 1976**. *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Coordenador: Jorge Lobo. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

SHAYER, Fernando. **Governança Corporativa e as Ações Preferenciais – Dilema do Legislador Brasileiro**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 126, Nova Série, 2002, pp. 73-86.

SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 23ª ed., São Paulo: Malheiros, 2004.

VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito Civil: contratos em espécie*. 5 ed., vol.3, São Paulo: Atlas, 2005.

WALD, Arnaldo. **Do Descabimento da Oferta Pública de Compra em Relação às Ações Preferenciais**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 45, Nova Série, 1982, pp. 7-19.

WALD, Arnaldo. **Da Aquisição do Direito de Voto pelas Ações Preferenciais por Falta de Pagamento dos Dividendos – Interpretação do art. 111 e seu § 1º da Lei**

6.404/76. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e de Arbitragem*, n.12, Revista dos Tribunais, 2001, pp. 28-43.

YAMASHITA, Douglas. **Dos Destinatários da Oferta Pública na Alienação de Controle de Companhia Aberta.** *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 131, Nova Série, 2003, pp.206-213.

Pareceres da Procuradoria Jurídica da CVM

Parecer CVM SJU nº 55, de 22/08/78, disponível em www.cvm.gov.br.

Parecer/CVM/SJU n.048 – 03/07/1984, disponível em www.cvm.gov.br.

Decisões do Colegiado da CVM

Processo CVM N°RJ2004-6623, Reg.Col.n°4605/2005, disponível em www.cvm.gov.br

Editais de Oferta Pública de Ações do art. 254-A

Edital nº 0323/2006 -- Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Acesita S.A, disponível em www.cvm.gov.br.

Demonstrações Justificadas de Preço na Oferta Pública do art. 254-A

Demonstração Justificada da Forma de Cálculo da Formação do Preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/1976, nº 0609/2006, referente à Compra e Venda de Ações de Emissão de Corporación Sidenor, S.A, Espanha, disponível em www.cvm.gov.br.

Demonstração Justificada da Forma de Cálculo da Formação do Preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/1976, nº 0714/2006, referente à Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias e Preferenciais Classe B de Emissão de Ferronorte S.A –

Ferrovias Norte Brasil e Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias de Ferroban – Ferrovias Bandeirantes S.A, disponível em www.cvm.gov.br.

Jurisprudência

TFR, Apelação Cível nº 73910 RJ, decisão em 27/10/1981, disponível em www.stj.gov.br.

STJ, RESP 34.834-5-PR, 3ª Turma, Rel. Min. Waldemar Zveiter, julgado em 14/09/1993.

Revista BOVESPA. Publicação de jun/set. 2005, disponível em www.bovespa.com.br.