

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ROGÉRIO LUIS SILVA ROSA

**PERSPECTIVAS ACERCA DO PODER DE CONTROLE SOCIETÁRIO E SUAS
FORMAS DE AQUISIÇÃO NAS COMPANHIAS ABERTAS**

CURITIBA

2015

ROGÉRIO LUIS SILVA ROSA

**PERSPECTIVAS ACERCA DO PODER DE CONTROLE SOCIETÁRIO E SUAS
FORMAS DE AQUISIÇÃO NAS COMPANHIAS ABERTAS**

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de bacharel do Curso de Direito, Setor de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Edson Isfer

CURITIBA

2015

TERMO DE APROVAÇÃO

ROGÉRIO LUIS SILVA ROSA

PERSPECTIVAS ACERCA DO PODER DE CONTROLE SOCIETÁRIO E SUAS FORMAS DE AQUISIÇÃO NAS COMPANHIAS ABERTAS

Monografia apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de bacharel do Curso de Direito, Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:

Prof. Dr. Edson Isfer
Faculdade de Direito, Setor de Ciências Jurídicas, UFPR

Membros:

Prof^a. Dra. Marcia Carla Pereira Ribeiro
Faculdade de Direito, Setor de Ciências Jurídicas, UFPR

Prof. Dr. Sandro Mansur Gibran
Faculdade de Direito do Centro Universitário Curitiba,
UniCuritiba

Curitiba, 01 de Dezembro de 2015

À Ivonete, minha tia
Por toda confiança e esperança em mim
depositadas
Aos meus pais, Noêmia e Ismar
Por todo carinho, amor e cuidados

RESUMO

O poder de controle, no âmbito das sociedades anônimas abertas, é determinado por um grande número de circunstâncias distintas que podem refletir tanto nos sujeitos participantes dessas relações, quanto nos contornos e limites no momento de seu exercício. Nesse sentido, torna-se fundamental investigar de que maneiras estas particularidades podem afetar as operações de aquisição de controle, haja vista a necessidade dos operadores do Direito estarem cientes da importância desses fatores ao atuarem em litígios societários. Para melhor elucidar estes aspectos, analisamos as mudanças legislativas mais pertinentes dos últimos 75 anos em matéria de aquisição de controle, traçando o desenvolvimento histórico do tema através de uma análise comparativa com a doutrina norte-americana, contexto sensivelmente diverso da experiência brasileira. Em seguida, observamos os mecanismos jurídicos utilizados nas aquisições de controle, bem como investigamos alguns casos relevantes a respeito do tema. Concluimos, assim, que o mercado de capitais exige dos profissionais nele atuantes, conhecimento profundo acerca dos fatores históricos, políticos, ideológicos e sociais envolvendo as aquisições de controle, a fim de compreender a natureza expressivamente dinâmica dessas operações.

Palavras-Chave: poder de controle; aquisição de controle; oferta pública de aquisição; companhias abertas.

ABSTRACT

Corporate control, in the scope of publicly-held companies, is determined by a great number of different circumstances which can reflect on the subjects participating in this relations, as much as the outlines and limits during its exercise. In this sense, a investigation on how this particularities can affect the takeover bids is essential, considering the need for law operators to be aware on the importance of these factors when facing societary litigation. To clarify this aspects, we studied the most relevant changes of the last 75 years in the regulation of the takeover bids, tracing the historical development of the matter through a comparative analisis with north-american doctrine, a context significantly different from the brazilian experience. After, we observed the legal mechanisms used for takeover bids, and investigated a few cases about the matter. By doing so, we concluded that the open market requires from its professionals, deep knowledge about historical, political, ideologic and social circumstances involving the takeover bids, in order to comprehend the expressively dinamic nature of this operations.

Keyword: corporate control; takeover bid; public offer; dispersed ownership; corporate law.

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| 1 INTRODUÇÃO..... | 7 |
| 2 AS EXPRESSÕES DO “PODER DE CONTROLE” | 9 |
| 2.1 SEPARAÇÃO ENTRE O PODER DE CONTROLE E A PROPRIEDADE DE AÇÕES..... | 11 |
| 2.2 O CONTROLE MAJORITÁRIO..... | 13 |
| 2.3 O CONTROLE MINORITÁRIO..... | 14 |
| 2.4 ACORDOS DE ACIONISTAS..... | 15 |
| 2.5 O CONTROLE EXTERNO..... | 18 |
| 3 DESENVOLVIMENTO LEGISLATIVO DAS COMPANHIAS ABERTAS..... | 20 |
| 3.1 A AQUISIÇÃO DE CONTROLE..... | 22 |
| 3.2 A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE CONTROLE..... | 27 |
| 3.3 DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO NO BRASIL..... | 32 |
| 3.4 MEDIDAS DEFENSIVAS À OFERTA “HOSTIL” | 38 |
| 4 ESTUDO DE CASOS DE AQUISIÇÃO DE CONTROLE NO BRASIL..... | 45 |
| 4.1 CASO SADIA – PERDIGÃO..... | 45 |
| 4.2 CASO ARTERIS S.A..... | 48 |
| 4.3 CASO NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A..... | 50 |
| 5 CONCLUSÃO..... | 53 |
| REFERÊNCIAS..... | 55 |

1 INTRODUÇÃO

A disciplina das companhias abertas passou por numerosas modificações ao longo dos anos.

Nesse contexto, o poder de controle se tornou um dos aspectos centrais para a compreensão do desenvolvimento deste tipo societário no país, o qual foi fortemente influenciado por mercados estrangeiros, ideologias políticas, além de noções particulares construídas historicamente.

O objetivo deste trabalho é, portanto, analisar a matéria da aquisição do poder de controle levando em conta a incidência desses fatores.

Procuramos desta forma identificar de que maneira contribuíram para o desenvolvimento da aquisição de comando societário no mercado de capitais nacional.

Nossa pesquisa pretende, assim, promover estudo da natureza desse instrumento nas companhias abertas e as diferentes formas que se expressa.

Buscamos dessa forma entender como foi interpretado e modificado para adequar-se a momentos específicos do mercado acionário brasileiro.

Sobre este quesito, consideramos importante esclarecer que somente serão abordadas as alterações mais relevantes dos últimos setenta e cinco anos.

Esclarecemos, ainda, que essa opção se baseia na expressividade das mudanças à partir desse período, as quais demonstram maior utilidade para os resultados pretendidos no presente trabalho.

Nosso ponto de partida será a análise do conceito de poder de controle, das operações envolvendo sua aquisição, e os conflitos que dela podem resultar.

Analisaremos, também, o desenvolvimento legislativo a respeito do tema, contextualizando os interesses por detrás das alterações ocorridas, assim como os instrumentos jurídicos utilizados para lidar com esse tipo de operação societária.

Nesse sentido, em diversos momentos nossa aproximação ensejará investigações de contextos diferentes da realidade nacional. Para isso, nos utilizaremos do mercado de capitais norte-americano como paralelo, a fim de alcançar os propósitos didáticos desta pesquisa.

Ao final deste trabalho reservamos espaço para examinar alguns casos concretos e decisões da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) envolvendo as aquisições de controle nas companhias abertas.

Através disso, nossa meta consiste em analisar os contornos atuais assumidos pela prática das tomadas de comando societário.

Tentaremos, assim, identificar quais as circunstâncias mais essenciais para estudo do mercado de capitais brasileiro, em matéria de aquisição de controle.

É fundamental, portanto, iniciar nossa pesquisa através de uma análise da definição mais basilar para os fins deste trabalho, o “poder de controle”.

2 AS EXPRESSÕES DO “PODER DE CONTROLE”

A questão do Poder de Controle possui importância crucial como ponto de partida para estudarmos as relações societárias no contexto das Sociedades Anônimas.

O termo, na prática, pode surgir em diversos espectros de influência no ambiente societário, seja na sua forma majoritária ou minoritária, e até mesmo em diferentes dimensões, sendo exercido tanto no âmbito interno da companhia quanto por agentes externos, não acionistas.

A acepção do termo “poder de controle” pode suscitar diversas interpretações e questionamentos nas mais diversas áreas do conhecimento (filosófico, sociológico, etc.), no entanto, um maior aprofundamento nesse ponto fugiria dos objetivos pretendidos nesse trabalho.

Sendo assim, a definição de “poder de controle” adotada será a defendida por COMPARATO, o qual teve a preocupação em traçar uma explicação jurídica para o termo.

Portanto, no âmbito das Sociedades Anônimas, este autor entende que o comando societário deve ser encarado como um “poder de dominação”, exercido direta ou indiretamente, manifestado juridicamente, e que é capaz de transcender “as prerrogativas legais da própria assembleia”¹.

O poder nas Sociedades Anônimas é dividido entre diversos órgãos hierarquicamente organizados por atribuições (artigo 122, da Lei nº 6.404/76).

Neste sentido, COMPARATO² argumenta, também, sobre a forma pela qual o poder se expressa: o *imperium* (poder de comando) estaria reservado à assembleia de acionistas, com a ressalva de não ser uma manifestação absoluta, ao passo que a *potestas* (poder coercitivo) estaria atribuída aos demais órgãos, legais ou estatutários.

ASCARELLI³ seguiu entendimento semelhante, ao definir o poder de controle como “a possibilidade de uma ou mais pessoas imporem a sua decisão à

¹ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 26.

² Ibid., p. 27.

³ ASCARELLI apud COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 34.

assembleia da sociedade”. CHAMPAUD⁴, entretanto, definiu o poder de controle como aquele originado da “administração dos bens empresariais, exercido sobre bens alheios”.

Partindo destes pressupostos, outra questão essencial envolvendo o poder de controle é quanto a sua natureza.

A própria lei dispõe ser necessário observá-lo em circunstâncias onde seja exercido efetivamente, não bastando mera previsão estatutária para sua existência na realidade concreta, assim dispõe o artigo 116, da Lei nº 6.404/76.

O STJ já se manifestou sobre o tema. Assim se observa nas palavras do Ministro Barros Monteiro, em voto proferido como Relator:

O direito de sócio exercido de tal ordem que garanta ao grupo a supremacia nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia pode ser pertencente a um ou alguns componentes apenas do grupo.⁵

Importante frisar, também, que para determinar o poder de controle numa companhia, SALOMÃO⁶ aponta que o exercício de comando deve se dar com estabilidade, critério cuja disposição se encontra no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas⁷.

⁴ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 25.

⁵ BRASÍLIA, Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 784.89.0010107-2, Relator: Min. Barros Monteiro, 1989.

⁶ FILHO, Calixto Salomão in: COMPARATO, Op. Cit. p. 59.

⁷ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

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

2.1 SEPARAÇÃO ENTRE O PODER DE CONTROLE E A PROPRIEDADE DE AÇÕES

Em se tratando do poder de controle e a propriedade de ações, inicialmente poderíamos concluir que são institutos indissociáveis. Tal pensamento parece razoável, ao observar a realidade das companhias abertas brasileiras, que em sua maioria possuem um acionista controlador exercendo de fato as atribuições de controle.

No entanto, o Mercado de Capitais nacional vem presenciando nos últimos quinze anos uma possibilidade até então vista com muitas reservas e resistência: a dispersão acionária.

Questão esta, cujo o enfrentamento faz surgir diversos aspectos problematizantes em relação ao modelo de controle concentrado, ainda predominante em nosso país.

O poder de controle, no momento de seu exercício, desdobra-se nas prerrogativas de atuação determinante no futuro da companhia, seja pela escolha dos administradores, nas estratégias de mercado, ou na manutenção dos órgãos da sociedade.

A lei nº 6.404/76, no artigo 116, traz uma passagem esclarecedora no que se refere à separação entre a propriedade acionária e o poder de controle. Nesse sentido, vale transcrever:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

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

Ao utilizar a noção de uso efetivo do poder, a conclusão evidente é de que há casos em que um dos acionistas, ou grupo deles, mesmo estando investido

dessa prerrogativa, não necessariamente a exerce, e, ademais, pode sequer existir algum deles nessa posição.

Estas situações costumam ser observadas em mercados de capitais onde a pulverização acionária é tão intensa que se torna impossível visualizar a figura de um controlador. Um exemplo bastante claro dessa realidade é o mercado de capitais norte-americano que, já no início do século XX, apresentava um número expressivo de companhias de grande porte com dispersão acionária.

Foi nesse contexto que BERLE e MEANS⁸ perceberam a importância de delinear os limites da propriedade das ações e o exercício do poder de controle. Numa análise empírica das companhias de sua época (1929), ambos concluíram que, em muitas delas, os acionistas com maior participação geralmente possuíam uma parcela ínfima do capital social.

Diante desse *status quo*, passaram a estudar como se definiam os rumos das Sociedades Anônimas numa realidade onde não existia a figura de um controlador majoritário, contexto no qual dificilmente algum dos acionistas conseguiria fazer prevalecer seus interesses se utilizando apenas do capital acionário que dispunha. Nesse sentido, observaram que os rumos societários, muitas vezes, eram definidos pelo que vieram a chamar de “*controle gerencial*”.

Esse modelo costumava surgir em companhias com uma imensa quantidade de acionistas, tendo, como principal causa a dificuldade de articulação entre estes sujeitos, somada com o pouco interesse da maioria em atuar na administração da companhia. O controle passava a ser exercido, então, por uma classe de sujeitos distintos à relação societária, profissionais contratados exclusivamente para trazer ordem a um contexto de incontáveis vontades envolvidas, os administradores.

A função desses personagens, no âmbito das Sociedades Anônimas, sempre foi bastante clara: dirigir os negócios buscando os caminhos mais apropriados para concretizar e satisfazer, ao máximo possível, os interesses dos acionistas. No entanto, apesar desse quadro ideal, é importante ressaltar que esses administradores, como quaisquer outros indivíduos, não estavam isentos do ânimo egoístico inerente ao ser humano.

⁸ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova York: New American Library, 1967. p. 112.

Portanto, passou-se a observar que, por diversas vezes, as decisões tomadas em nome da companhia não priorizavam melhores resultados para a mesma, mas sim, tentativas de alcançar benefícios particulares, a exemplo das iniciativas para perpetuar a hegemonia de comando, aumentos salariais, posturas egocêntricas, etc.

Esse tipo de situação desencadeou uma série de questões até então pouco enfrentadas e estudadas na matéria do controle societário, as quais trataremos com maior profundidade em Capítulo posterior.

2.2 O CONTROLE MAJORITÁRIO

O controle majoritário une os aspectos da propriedade acionária dominante, ou seja, 50%+1 das ações com direito de voto, juntamente com o exercício efetivo das atribuições de controle no âmbito societário.

Esta modalidade é, possivelmente, a mais nítida para observar uma manifestação do poder de controle.

Historicamente, essa tem sido também a expressão de comando mais presente no mercado de capitais brasileiro.

A disciplina do controle majoritário demonstra principal relevância nos momentos de alienação do controle societário, o qual determina rigorosos termos para identificar a presença desse modelo, ao exemplo dos critérios previstos no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas.

Observadas estas questões, não seria necessário se estender mais sobre essa modalidade de controle, haja vista o foco deste trabalho ser nas perspectivas sobre a aquisição de controle nas companhias abertas.

Nesse sentido, um estudo mais aprofundado das outras formas de controle (minoritário, por acordo de acionistas, e externo), pode ensejar em conclusões mais construtivas.

2.3 O CONTROLE MINORITÁRIO

Apesar do contexto nacional ainda ser pautado predominantemente na conjuntura do controle majoritário, a dispersão acionária, mesmo que uma realidade recente no país, não pode ser ignorada, e é nesse terreno onde o controle minoritário cria raízes mais profundas.

O exercício dessa modalidade se dá, nas palavras de EISIRIK⁹, quando um “acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante, uma vez que nenhum outro acionista ou grupo está organizado ou detém maior volume de ações com direito de voto”.

Sobre esta forma de controle societário, a Lei das Sociedades Anônimas nada dispôs expressamente acerca da matéria, porém, uma leitura mais atenta do artigo 116 revela que o controle minoritário foi implicitamente admitido, dada a ausência de um percentual mínimo de ações para identificar o controlador.

Neste sentido, NETO¹⁰ identifica os dois contextos nos quais um acionista minoritário pode se tornar o controlador: 1) a companhia com capital social altamente pulverizado, e 2) o acionista majoritário ou os demais minoritários não se interessam na condução da sociedade.

A possibilidade desse controle ser efetiva e legitimamente exercido no âmbito societário é observada nas disposições do artigo 125 da Lei nº 6.404/76, o qual prevê a instalação das assembleias gerais com qualquer número de acionistas, em segunda convocação.

Também, se apresenta no artigo 129 da mesma Lei, dispositivo que trata sobre as deliberações em assembleia geral, cujo conteúdo e resultados são definidos pela maioria dos acionistas presentes.

⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 396.

¹⁰ NETO, Carlos Martins. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e poison pills : breves reflexões. São Paulo: **Revista Semestral de Direito Empresarial**, 2009. n. 5. p. 17.

2.4 ACORDOS DE ACIONISTAS

Por Acordos de Acionistas entende-se os instrumentos contratuais utilizados por diferentes sócios com o intuito de estabelecer premissas de conduta em comum. Através desse mecanismo vinculam-se a atuar de determinadas formas dentro da sociedade, apresentando manifestações de voto combinado em questões específicas ou por meio do compromisso de iniciativas conjuntas. LEÃES¹¹ defende a natureza contratual desses acordos, os quais seriam “pactos parassociais”.

A disciplina sobre o tema é encontrada no rol exemplificativo do artigo 118 da Lei nº 6.404/76, no qual é possível visualizar, na leitura do *caput*, quatro diferentes formas pelas quais se manifesta: 1) sobre a compra e venda de ações, 2) preferência para adquiri-las, 3) exercício do direito de voto, e 4) do poder de controle. Sendo este último, o de maior relevância para a análise do presente trabalho.

Algumas questões são fundamentais ao tratar dos Acordos de Acionistas. A primeira delas é quanto à necessidade de sua averbação nos livros de registros da sociedade para gerar efeitos perante terceiros, cuja disposição encontra-se no §1º do artigo 118, bem como a inafastabilidade da responsabilização dos acionistas signatários, prevista no parágrafo seguinte do mesmo artigo.

O exercício do poder de controle, através de um acordo de acionistas, pode gerar diversas problemáticas, principalmente, quando envolve a atuação dos administradores escolhidos mediante deliberação definida pelos mesmos acionistas que celebraram esse tipo de contrato.

Nesse sentido, o maior risco ao bem-estar social está na possibilidade do chamado *conflito de agência*, termo utilizado para denominar um conflito de interesses estabelecido entre os acionistas e os administradores da sociedade, por eles eleitos.

A Lei nº 6.404/76 enfrentou o problema, ao dispor sobre os deveres dos administradores, nos artigos 153 e seguintes. Este diploma legal dispôs, ainda, sobre mecanismos defensivos para os órgãos de administração, em face da possibilidade de um acordo de acionistas, por exemplo, impor limites ou rumos

¹¹ LEÃES apud RETTO, Marcel Gomes Bragança. **Aspectos controversos dos acordos de acionistas: Uma abordagem prática**. São Paulo: RT, 2010. p. 2.

específicos para o exercício das funções definidas por lei, como exclusivas dos responsáveis pela direção da companhia, assim preveem os artigos 139 e 142 da Lei das Sociedades Anônimas.

Outro ponto controverso acerca do tema é levantado por RETTO¹², quando os acionistas minoritários passam a integrar o bloco de controle através de um acordo. Este autor apresenta uma distinção importante para essa questão, separando os acordos de acionistas entre os de comando, cujo o objetivo está no “estabelecimento de regras para o exercício de controle¹³”, e os de defesa, cuja finalidade está em atingir participação mínima para exercer prerrogativas previstas em lei ou em contrato.

A pergunta que surge está relacionada ao contexto em que o minoritário passa a ter o direito de eleger membros da diretoria, e, se neste caso, ele estaria de fato participando do controle da sociedade.

Aponta-se, também, a dificuldade em identificar, muitas vezes, a qual categoria o acordo de acionistas estaria inserido (comando ou defesa).

Para tanto, aproximação interessante se encontra presente na jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários, ao exemplo do julgamento do Processo RJ 2001/7547¹⁴ que trata de regularização do conselho fiscal das Indústrias Klabin de Papel e Celulose - IKPC.

Resumidamente, a controvérsia se estabeleceu na determinação dos sujeitos participantes do controle, na medida em que as prerrogativas de acionista minoritário foram pretendidas por dois grupos distintos.

Sendo aventada a existência de um acordo de comando, passou-se a decidir, então, a natureza desse contrato, as atribuições por ele previstas, e a definição dos papéis dos acionistas envolvidos, com a finalidade de estabelecer quem de fato eram os controladores e quem eram os minoritários.

De um lado, havia acordo de acionistas celebrado entre Klabin Irmãos e Cia - KIC (52% das ações com direito a voto) e Monteiro Aranha S.A - MASA (20% das ações com direito a voto), firmado desde 1979, porém não arquivado nos registros da sociedade.

¹² RETTO, Marcel Gomes Bragança. **Aspectos controvertidos dos acordos de acionistas: Uma abordagem prática**. São Paulo: RT, 2010. p. 3 – 5.

¹³ Ibid., p. 3.

¹⁴ RIO DE JANEIRO, Comissão de Valores Mobiliários, Proc. RJ 2001/7547, Relator: Diretor Sérgio Weguelin, 2007.

Tal contrato vinculava a KIC a votar acompanhando a posição da MASA em deliberações voltadas à modificações estatutárias que buscassem alterar as competências dos órgãos administrativos. Também, conferia à MASA o direito de eleger um dos administradores.

Em contexto diverso, KIC havia celebrado acordo de acionistas juntamente com outro grupo minoritário (GM), o qual detinha 9,6% das ações com direito a voto da IKPC, estando esse contrato devidamente arquivado na sede da sociedade.

A problemática surgiu, então, à partir de uma cláusula deste acordo que conferia à GM o direito de eleger um membro do conselho fiscal quando outro minoritário, com o percentual mínimo exigido no artigo 161, § 4º, a, da Lei das Sociedades Anônimas, não exercesse tal prerrogativa.

Acontece que, durante assembleia geral realizada em 2001, MASA se apresentou como grupo minoritário e elegeu o membro do conselho fiscal através do direito previsto no dispositivo acima mencionado.

Inconformada, GM interpôs reclamação junto à CVM, alegando que o grupo MASA era membro do bloco de controle através do acordo firmado junto à KIC, portanto, não poderia se postar como minoritário.

O mérito da questão passou, por conseguinte, a ser decidido sobre a natureza desse acordo de acionistas, como de comando ou defesa.

A CVM acabou se posicionando favoravelmente à segunda hipótese, sob o argumento de não ser identificável características de poder de controle nas atribuições conferidas pelo acordo celebrado entre MASA e KIC, as quais seriam de mera segurança ao minoritário.

Ao que se observa, a linha entre os acordos de comando e defesa é tênue, aspecto que demonstra sua importância para a matéria da identificação do poder de controle, principalmente, nos mercados de capitais com dispersão acionária expressiva onde, não raras vezes, os rumos da companhia são determinados por essa modalidade de contrato.

2.5 O CONTROLE EXTERNO

Como já ressaltado em momento anterior, para analisar a disciplina do poder de controle, é preciso identificá-lo no contexto em que se manifesta, não podendo ser limitado a quesitos formais ou institucionais.

O Controle Externo possui uma sensível diferença em relação às demais modalidades de controle societário, haja vista a dimensão que se apresenta. Extrínseco à sociedade, é uma “dominação *ab extra*”¹⁵.

A situação estrutura-se, portanto, no que SALOMÃO se refere como “unidades juridicamente autônomas mas economicamente dependentes”¹⁶. Esta forma de controle encontra espaço tanto na condição do comprador que se endivida, quanto na do vendedor que, eventualmente, forneça seu produto a um número restrito de compradores, ou mesmo, a apenas um deles (exemplo clássico dessa realidade é a figura do Estado como destinatário único de certos bens e serviços)¹⁷.

Existem diversos contextos nos quais esse tipo de comando se torna possível, ao exemplo do endividamento da sociedade, quando o credor passa a pressionar determinados rumos à companhia ou interfere diretamente nas estruturas administrativas. Neste caso, aproveita-se de seu direito de crédito que, muitas vezes, caso sujeito à execução, poderia até mesmo levar o empreendimento devedor à falência.

A Lei nº 6.404/76 permite expressamente esse tipo de controle, como na hipótese do disposto no artigo 113, que prevê a estipulação de contrato para exigir o consentimento de credor caucionado ou pignoratício, em certas deliberações que o acionista caucionante exerça seu direito de voto.

A emissão de debêntures também pode ocasionar um controle externo. Na medida em que, por se tratar de crédito privilegiado, poderá sujeitar a companhia ao domínio de fato dos debenturistas, tal hipótese encontra previsão no artigo 57, § 2º, da Lei das Sociedades Anônimas.

¹⁵ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 77.

¹⁶ *Ibid.*, p. 78.

¹⁷ *Ibid.*, p. 76-79.

Apesar do controle externo ser uma modalidade bastante complexa no que se refere à sua identificação, os exemplos demonstram a relevância prática desse modelo.

Neste sentido, torna-se essencial o estudo do desenvolvimento legislativo das aquisições de controle no âmbito das companhias abertas, para melhor compreender qual a base normativa para que estas diferentes expressões do poder de controle se sustentem na prática societária, aspecto que veremos a seguir.

3 DESENVOLVIMENTO LEGISLATIVO DAS COMPANHIAS ABERTAS

Um dos pontos de partida mais esclarecedores para tratar do desenvolvimento legislativo das companhias abertas é, certamente, onde primeiro elas passaram a assumir notoriedade.

Para tanto, o surgimento das companhias abertas norte-americanas, bem como o fenômeno da dispersão acionária naquele país contribuem de forma essencial para entender as peculiaridades adotadas no contexto brasileiro.

A já mencionada pesquisa empírica de BERLE e MEANS apontava para a separação entre a propriedade acionária e o poder de controle¹⁸. Diferente posição, no entanto, foi adotada por COFFEE JR.¹⁹, ao analisar a realidade concreta das grandes companhias abertas da atualidade, o autor aponta para uma polarização em duas vertentes de estruturas de controle: a dispersão acionária e o controle concentrado.

O modelo disperso, predominante nos Estados Unidos, mostra expressividade em mercados de capitais fortes, onde é possível identificar grande preocupação com padrões de transparência e rigorosos deveres de informação impostos aos administradores das companhias.

Já o modelo concentrado baseia-se no poder de controle nas mãos de um único acionista ou grupo. Nesta forma de comando societário, os sujeitos que ocupam posição dominante na companhia conseguem grandes benefícios privados.

Também, nesse mesmo contexto, é possível observar que os deveres de informação e transparência não são rigorosos, de modo geral.

Outro aspecto relevante a respeito das estruturas de controle está na delimitação do arcabouço normativo onde podem assentar-se, ou seja, qual sistema jurídico é mais propenso a refletir determinado modelo ou outro. Tal questionamento foi enfrentado por LAPORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (abreviando, “LLS&V”), cuja pesquisa apontou a proteção aos acionistas, como

¹⁸ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova York: New American Library, 1967.

¹⁹ COFFEE JR., John C. **The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in The Separation of Ownership and Control**. New York: Columbia Law School, 2001. p. 2. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=254097>. Acesso em: 2 jul. 2015.

ponto central para verificar o contexto do desenvolvimento legislativo sobre o tema nos ordenamentos jurídicos de cada país²⁰.

Estes autores defendem que certas características podem ser observadas em cada legislação, no decorrer de seu desenvolvimento histórico. Nesse sentido, a figura do Estado geralmente possui um papel determinante na estrutura dos mercados de capitais em países que se utilizam do modelo de *civil law*, ao exemplo do Brasil.

Contexto diferente é visível nos sistemas de *common law*. Isso se observa na prática norte-americana, onde o intervencionismo é sensivelmente menor, além da legislação protetiva dos acionistas não-controladores ser mais presente²¹.

Ademais, não é somente a herança histórica que acaba influenciando a legislação em cada país, mas também, os aspectos culturais de cada um. Nesse sentido, a legislação estado-unidense é, novamente, um exemplo clássico de tal argumento, onde desde os primórdios da nação já existia o cuidado em proteger a propriedade privada contra abusos tanto por parte do Estado, quanto por outros particulares²².

Para melhor tratar do desenvolvimento legislativo das companhias abertas brasileiras, como já dito, é primordial a análise mais detalhada de uma realidade que seguiu caminho diverso. Na prática norte-americana, a separação entre propriedade acionária e poder de controle é um aspecto crucial. Sendo assim, como contraponto, trataremos do funcionamento do mercado de capitais nesse país, dada a relevância do papel que desempenha no contexto global e pelo fato de ser a maior fonte de doutrina sobre o tema.

Nesse sentido, BERLE e MEANS apontavam que os interesses da companhia seriam prevalentes nas questões envolvendo o controle societário, ao definirem-no como ativo da sociedade, os benefícios oriundos de sua alienação deveriam ser direcionados à companhia e não a um acionista controlador²³.

²⁰ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor Protection and Corporate Governance. Cambridge: **Journal Of Financial Economics**, 2000. Disponível em: <http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/lopezdesilanes02_Roundtable.pdf>. Acesso em: 5 jul. 2015.

²¹ Ibid., p. 12.

²² Ibid., p. 23.

²³ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova York: New American Library, 1932. p. 244.

A proteção contra abusos, e, uma distribuição democrática do prêmio aos acionistas da mesma categoria, ganharam espaço tanto na doutrina quanto na jurisprudência.

Portanto, os deveres de boa-fé e fidelidade do controlador perante os minoritários com a finalidade de oportunizar benefícios a todos os acionistas acabou se tornando a tese prevalente nos Estados Unidos.

Importante frisar, também, que estas lições influenciaram profundamente o legislador brasileiro²⁴, em especial na disciplina da oferta pública de aquisição de ações, assunto que trataremos adiante.

3.1 A AQUISIÇÃO DE CONTROLE

A criação das Sociedades Empresárias está fundamentalmente associada à natureza dos interesses individuais que as constituem.

Resumidamente, é possível dizer que, nesse sentido, são duas as formas de comportamento que os sócios podem assumir perante a sociedade: *Intuitu Personae*, na qual o sócio demonstra interesse direto na administração da sociedade e/ou suas características pessoais apresentam vital importância para os negócios sociais, sendo observado, principalmente, nas Sociedades Limitadas e nas Sociedades Anônimas Fechadas; *Intuitu Pecuniae*, quando a atuação do sócio direciona-se essencialmente em auferir lucros, ou seja, as características pessoais de cada sócio pouco ou nada importam para o funcionamento da sociedade, sendo relevante, apenas sua capacidade econômica. Esta segunda forma, teoricamente, apresenta maior coerência em relação às Sociedades Anônimas Abertas, foco do presente trabalho.

A troca do poder de controle é algo inerente a um mercado de capitais. No entanto, não se pode ignorar que esse tipo de atividade está sujeito a uma vasta gama de princípios, entre os quais o disposto no artigo 170, III, da Constituição Federal, que trata da função social da empresa.

²⁴ FILHO, Álvaro Melo. A oferta pública, a igualdade dos acionistas e o direito comparado. **Revista Forense**, Rio de Janeiro, v. 282, p. 454-457, jun. 1983.

Dentre os motivos que podem gerar interesse para a aquisição de controle, MUNHOZ²⁵ aponta algumas possibilidades: 1 - criação de riquezas: 1.a) substituição de gestores, em situações nas quais o acionista controlador ou os administradores agem com abuso para alcançar benefícios privados, ou por falta de capacidade empresarial. Tal hipótese demonstra destaque elementar nos sistemas de capital disperso, onde os conflitos de agência (interesses contrapostos entre os gestores e os acionistas) são bastante frequentes. Nestes contextos, geralmente as tentativas de aquisição de controle acabam sendo apresentadas diretamente aos acionistas. Além de revelar-se, também, como uma ferramenta bastante eficiente de incentivo aos administradores para que mantenham os deveres fiduciários em relação à companhia. 1.b) ganhos de sinergia, que consistem na soma de valores da sociedade alvo e da adquirente, as quais, integradas, possuem mais valor do que consideradas isoladamente. 1.c) adequação a modificações do ambiente econômico, compreendida através da possibilidade de realocação dos bens da companhia para alcançar um uso mais eficiente.

Outro motivo levantado pelo autor é quanto à 2 - redistribuição de riquezas: ou seja, por influência dos interesses de trabalhadores, credores e consumidores.

Já o último motivo proposto por MUNHOZ²⁶ está associado à 3 - destruição de riqueza: que pode ser explicado por comportamentos ineficientes dos gestores da companhia adquirente, seja pela ambição de seus administradores, na busca por formar “impérios empresariais”, ou pela má gestão de recursos disponíveis, aspectos que acabam prejudicando a capacidade da companhia.

A estrutura de controle interfere diretamente nos métodos utilizados para as tentativas de aquisição. Nessa conjuntura, são considerados fatores decisivos tanto as escolhas por capital concentrado ou disperso, quanto os sujeitos envolvidos na relações da companhia, ou seja, se a mesma apresenta um acionista controlador, ou não.

Nas lições de BEBTCHUK²⁷, em sociedades que optam pela dispersão de capital o poder de controle se encontra num contexto de disputa, onde o mesmo poderá ser adquirido ainda que contra a vontade de seu detentor.

²⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.p. 135-160.

²⁶ Ibid., p. 157.

²⁷ BEBTCHUK, Lucian Arye. **A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control**. Cambridge: National Bureau Of Economic Research, 1999. p. 6 – 23.

Diferentes são as sociedades de controle concentrado, nas quais o comando se apresenta “*trancado*”, protegido²⁸. Partindo desses pressupostos é possível concluir que as aquisições de controle sofrem a intervenção de diversos fatores, cada qual exigindo diferentes aproximações estratégicas por parte dos sujeitos dispostos a tomar esse tipo de iniciativa.

Sobre este aspecto, PRADO aponta a existência da três métodos específicos para adquirir o controle societário nas companhias abertas: a oferta pública hostil de tomada de controle (também denominada de OPA *a priori*), a cessão privada de controle (ou OPA *a posteriori*), ambas das quais trataremos com profundidade em momento posterior desse trabalho; e por último, a escalada em Bolsa de Valores²⁹, que consiste numa aquisição progressiva de ações com direito a voto, seja através do Mercado Secundário (Bolsa de Valores) ou por meio de acordos com acionistas minoritários³⁰.

Outros métodos são levantados por NASCIMENTO, entre eles a já mencionada cessão de controle externo que, para o autor, surge em momentos nos quais se adquire o comando societário através de dominação econômica, tecnológica, comercial ou, até mesmo, por influências políticas (atividades do interesse público). Geralmente, tal estratégia se desdobra por força de “contratos e relações jurídicas que estabeleçam esta situação de dependência e sujeição da companhia ao domínio externo³¹”.

A subscrição de ações também é apontada como forma de aquisição desse tipo de controle. Tratando-se de iniciativa posta em prática durante contextos de aumento de capital da companhia. Ocorre, portanto, quando um acionista minoritário e/ou “terceiro não acionista subscreve as ações emitidas, alterando as proporções das participações na companhia”³².

Esse tipo de operação não está isenta da observância de certos pressupostos, como a anuência e concordância dos demais acionistas, além da

²⁸ BEBTCHUK, Lucian Arye. **A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control**. Cambridge: National Bureau Of Economic Research, 1999. p. 1.

²⁹ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A – TAG ALONG**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 64.

³⁰ Ibid., p. 70.

³¹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso. **Medidas Defensivas à tomada de controle de Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 68.

³² NASCIMENTO, João Pedro Barroso. **Medidas Defensivas à tomada de controle de Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 69.

renúncia deles no exercício do direito de preferência, prevista no artigo 171 da Lei nº 6404/76.

Não obstante, tem como requisito a aprovação do aumento de capital pelos acionistas, com base no artigo 168 da Lei das Sociedades Anônimas, caso o estatuto social não mencione autorização para o aumento do capital acionário³³.

A aquisição por convenções de votos é mais um método bastante comum para alcançar o controle de uma companhia-alvo, sendo o acordo de acionistas, o instrumento mais utilizado nesse sentido. Importante ressaltar, também, que a aquisição do controle por oferta pública não se confunde com a alienação do controle, a qual ocorre por negociação direta entre as partes.

Segundo CANTIDIANO, a cessão do comando societário ocorre no momento em que o acionista controlador “transfere o poder de controle mediante a venda ou permuta do conjunto de ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral³⁴”.

A aquisição do bloco de controle, nos ensinamentos de BULHÕES PEDREIRA, pode se dar de duas formas, derivada ou originária³⁵.

Para o autor, seria derivada quando o controle adquirido advém de um controlador anterior, enquanto a originária ocorre quando não existe o comando societário exercido, originariamente, através de posição patrimonial dominante.

Sendo assim, para ser possível a alienação é necessária a prévia existência de um bloco de controle e da transferência da titularidade das ações que lhe integram³⁶.

A transferência do controle, assim como a titularidade das ações, representam dois pontos relevantes para caracterizar o denominado “controle indireto”.

Tal fenômeno ocorre quando, através da venda do controle de uma companhia controladora, o comando de uma sociedade por ela controlada passa, também, a pertencer ao adquirente³⁷.

³³ NASCIMENTO, João Pedro Barroso. **Medidas Defensivas à tomada de controle de Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 69.

³⁴ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Alienação e Aquisição de Controle**. São Paulo: RT, 1985. p. 56.

³⁵ BULHÕES PEDREIRA apud CANTIDIANO, Id.

³⁶ BULHÕES PEDREIRA apud CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Alienação e Aquisição de Controle**. São Paulo: RT, 1985. p. 57.

³⁷ LOBO, Jorge. **Direitos dos Acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 262.

Outra questão salutar, no que diz respeito à aquisição de controle, está na maneira que se realiza, podendo ser classificada, também, como voluntária ou involuntária. Para identificar a qual destas duas categorias a iniciativa se insere, o aspecto a ser observado, nas palavras de NASCIMENTO, é quanto “à manifestação de vontade para impulsionar os atos direcionados à aquisição do controle de companhia”³⁸.

Segundo este autor, as aquisições voluntárias são as que envolvem uma manifesta intenção em tomar o controle de uma companhia alvo, aos exemplos de contrato de compra e venda de ações, nas OPA, e nos contextos de reorganização societária. As involuntárias, entretanto, acontecem independentemente da vontade do adquirente, como as motivadas por questões sucessórias, decorrentes de sucessão *causa mortis*. As mesmas também ocorrem quando um acionista controlador opta pela dispersão de seu capital acionário no mercado, fato que poderá, eventualmente, transferir o poder de controle a um acionista minoritário³⁹.

Outra classificação descrita por NASCIMENTO diz respeito ao tipo de operações empregadas, podendo ser individual ou por atos coordenados.

A primeira se dá quando uma única operação é necessária para adquirir o controle da companhia-alvo, enquanto na segunda, operações coordenadas são utilizadas para a aquisição de comando⁴⁰.

Por fim, esse doutrinador separa as aquisições entre amigáveis e hostis. Resumidamente, é possível dizer que a primeira forma decorre de negociações promovidas com o consentimento dos acionistas e/ou administradores da companhia-alvo, enquanto a segunda existe quando há resistência de um deles ou ambos, diante da possibilidade de mudança no controle societário⁴¹. Vale salientar que estas categoria serão esclarecidas mais especificamente nos capítulos seguintes.

³⁸ NASCIMENTO, João Pedro Barroso. **Medidas Defensivas à tomada de controle de Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 57.

³⁹ Ibid., p. 57-58.

⁴⁰ NASCIMENTO, João Pedro Barroso. **Medidas Defensivas à tomada de controle de Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 60.

⁴¹ Ibid., p. 61.

3.2 A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE CONTROLE

As Ofertas Públicas de aquisição de controle (OPA), *public takeover bids* na expressão inglesa, são o instrumento chave para alcançar os objetivos da presente pesquisa, haja vista a grande relevância que apresentam no contexto das companhias abertas brasileiras.

O surgimento desse mecanismo se deu pela necessidade de dinamizar as operações de tomada de controle, além da busca por trazer mais segurança jurídica, pois, neste contexto, imperavam as especulações e resultados aleatórios⁴².

A falta de regulação sobre o tema perdurou até meados dos anos 60 em todo o mundo⁴³.

O fator de mudança se deu com o surgimento das tomadas hostis de controle, as quais podiam ser formuladas livremente de acordo com a conveniência do adquirente.

O poder de controle revela, assim, seu papel de protagonismo no que veio a ser chamado de “mercado de controle societário”⁴⁴.

O instrumento das OPA surge, portanto, com a função de democratizar as relações de alienação de controle, ao permitir um tratamento igualitário entre acionistas majoritários e minoritários da mesma categoria no acesso às ofertas de compras de ações, ou seja, a venda do capital acionário passou a ser *pro rata*.

Evitou-se, assim, a estipulação de preços diferenciados em conta da posição dominante no capital societário⁴⁵.

Neste contexto, há observância ao princípio da igualdade no tratamento dos titulares de ações, sendo a oferta realizada para todos.

Não será, portanto, uma OPA, quando a oferta for direcionada a somente alguns acionistas da companhia-alvo⁴⁶.

⁴² COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 204.

⁴³ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A – TAG ALONG**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 45.

⁴⁴ MANNE, Henry G. **The Journal of Political Economy**. v. 73, nº. 2. Chicago: The University of Chicago Press, 1965. p. 110-120.

⁴⁵ JÚNIOR, José Alberto Clemente. **Oferta Pública de Aquisição de Ações na Alienação de Controle de Companhias Abertas**. São Paulo: Malheiros, 2003. p. 207.

⁴⁶ MENDONÇA, Jorge Ribeiro. **A tomada da sociedade através da oferta pública de aquisição**. Coimbra: Coimbra, 2004. p. 49.

Outro princípio relevante é da liberdade para realizar essas operações, o qual acaba sendo limitado em certas circunstâncias, ao exemplo das OPA obrigatórias, que serão tratadas adiante.

Em diversos momentos, o tratamento igualitário entre acionistas é mencionado como aspecto basilar nas situações de OPA. No entanto, dada a diversidade de categorias de ações que podem existir no âmbito societário, torna-se essencial esclarecer quais delas apresentam pertinência para a matéria das aquisições de controle.

Para melhor fundamentar a diferenciação dos tipos de ações, interessante resgatar as naturezas de interesses que podem se manifestar no ambiente societário.

No cenário das companhias abertas, para os acionistas cujo interesse é pautado exclusivamente em colher lucros, geralmente, a opção escolhida se dá pelas ações preferenciais, as quais garantem certos benefícios no recebimento de dividendos, porém, não conferem direito a voto. Não participam, portanto, do controle societário⁴⁷.

Aos acionistas que buscam uma atuação mais diligente no quadro decisório da sociedade, a alternativa está em adquirir ações ordinárias, que efetivamente influenciam nas decisões da sociedade, sendo estas, por conseguinte, as realmente relevantes quando se trata das OPA.

A conjuntura na qual as ofertas públicas se tornam mais viáveis é na dispersão acionária, tendo em vista que o capital não se encontra nas mãos de acionista ou grupo controlador, caso contrário, a opção mais clara seria a da negociação direta, assim aponta SHIGUEMATSU⁴⁸.

Ponto determinante, no que diz respeito às ofertas públicas é, também, quanto ao método de pagamento pelas ações que se pretende adquirir.

As três formas apontadas são: 1) envolvendo dinheiro - estas operações costumam ser mais atrativas, pela maior facilidade para o público, em entender o valor das ações; 2) com permuta de ações - na qual a companhia ofertante oferece suas próprias ações como pagamento, sendo um método efetivo quando estas sociedades possuem boa reputação de governança corporativa; e por último, as

⁴⁷ WALD, Arnaldo. A obrigação de fazer oferta pública e a transferência de controle no direito brasileiro. **Revista Forense**. v. 302. Rio de Janeiro: Forense, 1988. p. 50.

⁴⁸ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. **Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 392.

operações 3) mistas - que misturam as duas formas anteriores, como pagamento pela aquisição de ações⁴⁹.

O mecanismo das OPA funciona, como já mencionado, de modo a proteger os acionistas minoritários, quando estes não participam das negociações de alienação de controle.

A previsão normativa desse instrumento, no ordenamento pátrio, encontra-se no artigo 254-A da LSA, vale transcrever:

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.

O dispositivo mencionado trata da OPA a *posteriori*, ou seja, aquela que é advinda de contrato amigável de alienação de controle.

Esta norma demonstra coerência com a doutrina que trata do poder de controle como um ativo da sociedade.

Sob esta perspectiva, o poder de comando poderia apresentar valor de venda próprio, no conjunto das ações que integram o bloco de comando, diferente do valor das ações individualmente consideradas.

Ainda assim, é possível observar, também, que o prêmio pela alienação das ações que garantem o controle da sociedade não se restringe somente aos detentores das ações que integram o bloco de comando, mas também aos minoritários⁵⁰.

Tal aspecto é comprovado através da obrigação de pagar o percentual de oitenta por cento das ações integrantes do bloco de controle, a estes indivíduos.

Quanto aos destinatários da oferta pública, o artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas dispõe expressamente a inclusão dos detentores de ações com direito a voto, mesmo que não sejam controladores da companhia.

Contudo, a previsão acima descrita não é absoluta, diante da possibilidade

⁴⁹ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. **Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 393.

⁵⁰ LGOW, Carla Wainer Chalréo. Oferta Pública Obrigatória por Ocasão de Alienação de Controle de Companhia Aberta (artigo 254-A da Lei das S.A). **Revista Semestral de Direito Empresarial**, nº 9. Rio de Janeiro: UERJ, 2011. p. 5.

das OPA se estenderem, igualmente, aos detentores de ações preferenciais sem direito a voto.

Porém, para isto é necessária previsão estatutária, observando-se o disposto no artigo 17, § 1º da LSA, ou que a companhia esteja listada no Nível 2 da Bovespa⁵¹.

Sobre a questão do dispositivo que trata das ações com direito a voto, oportuno destacar que, neste contexto, não estão incluídas “as preferenciais com direito de voto restrito o temporário”⁵².

Esse aspecto também é abrangido na Instrução nº 361 da CVM, assim dispõe o artigo 29:

Art. 29. 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 quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto**, por disposição legal ou estatutária. (grifo nosso).

No momento da oferta pública é permitido ao adquirente do bloco de controle oferecer um prêmio aos destinatários para que possam optar por permanecer na companhia. Nesse caso, o valor consistirá na diferença entre cem por cento do preço das ações do bloco de controle e aquele adotado no mercado de capitais, tal hipótese é prevista no §4º, do artigo 254 da LSA.

Sobre a aceitação do prêmio, o artigo 30, §1º da Instrução 361 da CVM determina que “os acionistas que não se manifestarem aceitam e fazem jus ao prêmio”.

Importante ressaltar que este dispositivo é criticado por alguns doutrinadores, ao exemplo de LOBO, o qual considera que tal norma agrega um ônus adicional para o adquirente, ao passo que confere “um prêmio a todos os minoritários”⁵³.

Já mencionamos anteriormente a existência de duas categorias distintas de

⁵¹ LGOW, Carla Wainer Chalhó. Oferta Pública Obrigatória por Ocasão de Alienação de Controle de Companhia Aberta (artigo 254-A da Lei das S.A). **Revista Semestral de Direito Empresarial**, nº 9. Rio de Janeiro: UERJ, 2011. p. 30.

⁵² Ibid., p. 31.

⁵³ LOBO, Augusto da Silveira apud LGOW Carla Wainer Chalhó. Oferta Pública Obrigatória por Ocasão de Alienação de Controle de Companhia Aberta (artigo 254-A da Lei das S.A). **Revista Semestral de Direito Empresarial**, nº 9. Rio de Janeiro: UERJ, 2011. p. 32.

OPA. Importante, entretanto, um maior detalhamento das particularidades de cada uma delas.

A primeira é a oferta pública de tomada hostil de controle (ou OPA *a priori*), instrumento do qual o adquirente voluntariamente se utiliza para tomar o controle de uma companhia.

É na realidade norte-americana, onde prevalece a pulverização do capital acionário, que este mecanismo apresenta maior visibilidade.

Como característica principal, o método para esse tipo de aquisição consiste em realizar uma oferta diretamente aos acionistas, sem negociações prévias com eles e/ou os administradores da companhia-alvo, tornando público, através de editais divulgados no mercado, o interesse por tomar o controle.

A regulação legal desta espécie de OPA é pautada em critérios contratuais e procedimentais, os quais se fundamentam em noções de *disclosure*, cuja finalidade está na proteção dos acionistas contra ofertas mal intencionadas. Busca-se garantir, assim, um desenvolvimento do mercado de controle acionário, no qual os minoritários possam receber tratamento isonômico ao do acionista controlador, em circunstâncias de alienação das ações da companhia⁵⁴.

A previsão normativa desse instrumento é encontrada nos artigos 257 e seguintes da Lei das Sociedades Anônimas, além da Instrução nº 361 da CVM.

Quando cumpridos os critérios da OPA (também sujeita às normas gerais do artigo 429 do CCB, que trata das *ofertas ao público*) a proposta vincula o ofertante, por se tratar de negócio autônomo, desencadeado através de uma declaração “unilateral receptícia de vontade”⁵⁵.

Como forma de garantir maior segurança jurídica durante o procedimento, o artigo 261, § 1º da Lei nº 6.404/76 determina que a oferta só poderá ser modificada uma vez. Através desse procedimento, é necessário aguardar a aceitação expressa de um número suficiente de acionistas, nos termos do instrumento da OPA para tornar possível a aquisição de controle.

É essencial, também, a presença de uma instituição financeira garantidora,

⁵⁴ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A – TAG ALONG**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 66.

⁵⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 314.

nos termos do mesmo artigo⁵⁶.

A segunda forma de OPA é a denominada “*a posteriori*”, que consiste numa cessão privada de controle através de prévia negociação entre adquirente e os controladores da companhia-alvo. Neste procedimento, acerta-se por meio de contrato, o número de ações que serão submetidas ao negócio, bem como o preço pago por elas⁵⁷.

Este tipo de operação traz uma maior chance de sucesso para a tentativa de aquisição de controle, porém, costuma vir acompanhada de altos custos.

Ainda assim, é a forma mais utilizada no Brasil em se tratando de aquisição de controle acionário. Tal aspecto é, também, um reflexo da predominância do modelo de controle concentrado no país.

3.3 DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO NO BRASIL

O mercado de capitais nacional sofreu mudanças pontuais extremamente relevantes ao longo dos anos.

Um estudo das consequências desses eventos para a legislação das companhias abertas é salutar. Nossa finalidade será, então, buscar entender as ideologias e objetivos almejados em cada momento histórico que ocorreram.

Estudar estes aspectos se torna essencial, também, para tentar traçar as perspectivas presentes e futuras para a aquisição de comando societário no âmbito nacional.

A realidade do mercado de capitais brasileiro, até meados dos anos 2000, teve um incipiente papel no desenvolvimento financeiro das companhias nacionais.

Tal contexto foi influenciado pela dificuldade de acesso privado a linhas de crédito de curto prazo, além da forte participação de empresas do Estado e multinacionais nos setores de maior relevância econômica, aos exemplos da

⁵⁶ FERRO, Júlio César Costa. **As tomadas hostis de controle e as poison pills brasileiras**. p. 11. Disponível em: <http://www3.pucrs.br/pucrs/files/uni/poa/direito/graduacao/tcc/tcc2/trabalhos2014_1/julio_ferro.pdf>. Acesso em: 28 out. 2015.

⁵⁷ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A – TAG ALONG**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 77.

insdústria de base e infraestrutura⁵⁸.

A estrutura de controle no país sempre foi predominantemente concentrada. As poucas companhias que puderam desenvolver-se nesse ambiente restrito, muitas vezes contavam com relações políticas de proximidade com o Estado, o que possibilitava diversos privilégios de financiamento, contribuindo “para a manutenção de uma estrutura empresarial oligárquica”⁵⁹.

O marco histórico determinante para as Sociedades Anônimas brasileiras se dá, segundo MUNHOZ, na década de 40, momento de transformação nacional, quando o país passa a se tornar predominantemente urbano e industrial.

Surge, então, o Decreto-lei nº 2.627/40, e assim, o crescimento do mercado de capitais passa finalmente a ser levado em consideração pelos governantes⁶⁰.

O objetivo, nesse período, estava em criar uma lei condizente com a mudança de paradigmas que o país enfrentava. Porém, a Lei das Sociedades Anônimas de 40 acabou inovando pouco no tratamento do problema. Prevalecendo, ainda, a ausência de um “mercado privado de títulos”⁶¹.

As décadas de 60 e 70 foram marcadas pela prioridade no desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais, períodos nos quais se buscou criar instrumentos que possibilitassem o financiamento privado de longo prazo.

Para esse fim, foram criados programas de incentivos fiscais, aos exemplos da Lei nº 4.357/64, que promovia o abatimento na renda bruta de uma porcentagem dos recursos investidos em títulos nominativos da dívida federal e na subscrição de ações emitidas em aumento de capital de S.A.

Também, por meio da Lei nº 4.728/65, que estabeleceu adicionais abatimentos na renda para rendimentos oriundos de aplicações em companhias de capital aberto.

Estas iniciativas demonstraram o objetivo de aumentar os investimentos privados no setor e promover a abertura de capital das S.A.⁶². Porém, acabaram culminando na crise especulativa que assolou o país em 1971.

Foi, no entanto, somente após a Lei das S.A de 1976, projetada por LAMY

⁵⁸ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 39.

⁵⁹ Ibid., p. 40.

⁶⁰ Ibid., p. 41.

⁶¹ Ibid., p. 43-46.

⁶² Ibid., p. 48.

FILHO e BULHÕES PEDREIRA, juntamente com a Lei nº 6.385/76, a qual instituiu a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que a realidade do mercado de capitais brasileiro passou a assumir os traços vistos atualmente.

O contexto vivenciado pelo setor nesse momento histórico era de recuperação após a crise de 71.

Tal aspecto contribuiu expressivamente para as feições adotadas nestas duas Leis, cujo conteúdo possuía caráter marcadamente pedagógico e preventivo, focando na proteção aos investidores individuais⁶³.

Dentre as principais inovações trazidas pela Lei nº 6.404/76, é indispensável apontar a institucionalização de um modelo de *disclosure* nas companhias abertas.

Através de auditorias externas obrigatórias e modificações nas modalidades de valores mobiliários, tornava-se mais viável a captação de recursos no mercado.

Além disso, foram introduzidas normas preventivas e punitivas contra o *insider trading* (vazamento de informações sigilosas das companhias)⁶⁴.

Algo que se pode concluir, a respeito da Lei das Sociedades Anônimas de 76, é que desde o projeto inicial muitos interesses políticos influenciaram profundamente a matéria da aquisição de controle nas companhias abertas. Com especial destaque, nos dispositivos que tratam das OPA *a posteriori*, ao que veremos a seguir.

Nos períodos entre 1967 e 1973 ocorreram diversas reorganizações societárias de instituições financeiras, as quais passaram a adquirir controle de diversos bancos comerciais, a fim de utilizar suas cartas patentes, emitidas em número limitado à época⁶⁵.

A falta de adequada regulamentação para tratar dessas operações de controle ainda prevalecia. Nesse sentido, os minoritários nada podiam fazer para impedir os numerosos abusos cometidos pelos controladores.

Fatos como estes motivaram a inclusão do artigo 255 da Lei das Sociedades Anônimas de 76⁶⁶, além do artigo 254 que visava superar “a apropriação pelo controlador do valor dos intangíveis da companhia e do prêmio integral pago pelo

⁶³ EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 2.

⁶⁴ Ibid., p. 4-5.

⁶⁵ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A – TAG ALONG**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 84-85.

⁶⁶ Ibid., p. 87.

controle⁶⁷. Estabelecendo como requisito de validade para a alienação privada do controle, a aprovação dos termos da OPA pela CVM.

Sobre estes objetivos, é esclarecedor o ponto nº 4 da Exposição de Motivos nº 196, de 24/06/1976, que encaminhava o Projeto da LSA ao Presidente da República. Vale transcrever:

4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e eqüitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade⁶⁸.

Nessa conjuntura, o que se almejava era o desenvolvimento do mercado de capitais, promover uma fonte estável de financiamento, e frear o processo de estatização da economia⁶⁹.

A Lei das Sociedades Anônimas de 76 acabou adotando a figura do empresário-empendedor. Privilegiou-se, portanto, a estrutura do controle concentrado que, na visão dos legisladores, era a mais condizente com a realidade nacional.

Tal conduta demonstrava a descrença no surgimento de dispersão acionária no país⁷⁰.

Nos anos 90, o país passou por outras profundas mudanças que culminaram na primeira alteração da Lei nº 6.404/76.

No entanto, as modificações legislativas ocorridas miraram apenas aspectos pontuais da Lei, como reflexo da ideologia que determinava os rumos do mercado de capitais nesse período.

Sob o tão conhecido objetivo de “desenvolver o mercado de capitais”, a Lei nº 9.497/97 foi introduzida no ordenamento pátrio.

⁶⁷ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A – TAG ALONG**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 89.

⁶⁸ MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Exposição de Motivos nº 196, 1976**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/leis/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 7 jul. 2015.

⁶⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 52.

⁷⁰ Ibid., .p. 55.

Dentre as modificações propostas, a verdadeira meta almejada estava na flexibilização de certos institutos da LSA de 76 (como o direito de recesso, por exemplo), para possibilitar uma maior facilidade “nos processos de reestruturação empresarial e de privatização das empresas sob controle estatal”⁷¹.

Em se tratando da matéria da aquisição de controle, talvez a alteração mais substancial tenha sido a revogação do artigo 254, que extinguiu as ofertas públicas em casos de alienação de controle.

Além disso revogou, também, os §§ 1º e 2º do artigo 255, eliminando ainda a obrigação de oferta pública com igual tratamento entre os acionistas de mesma classe, nas situações de alienação de controle envolvendo companhias abertas dependentes de autorização governamental para funcionar⁷².

O que se pôde observar foi que a reforma priorizou beneficiar os interesses do Estado, ao exemplo das privatizações de sociedades de economia mista (Vale, Telebrás, etc.), através da venda de ações em bloco detidas pelo ente, maximizando o valor dessa operação, na medida em que o direito de venda conjunta conferido aos minoritários havia sido extirpado do ordenamento⁷³.

As alterações trazidas pela Lei nº 9.497/97 não modificaram apenas a LSA de 76, mas também, a Lei nº 6.385/76 que regula as atribuições da CVM.

Nesta última, diferentemente daquela, as mudanças foram profundas, afetando a própria estrutura da norma, principalmente, nos aspectos relacionados ao poder de polícia da Comissão de Valores Mobiliários⁷⁴.

Os anos 2000 vieram acompanhados de novas relevantes mudanças para a disciplina do poder de controle nas companhias abertas. Nessa conjuntura, a primeira grande inovação se deu com o surgimento do Novo Mercado, através da Resolução 264/00 da Bovespa, juntamente dos demais segmentos especiais de governança corporativa (Níveis 1 e 2), criados pelo mesmo órgão por meio da Resolução 265/00.

O objetivo primordial destes mecanismos foi pautado na busca por soluções mais efetivas do que as baseadas apenas nas reformas da lei societária, principalmente na temática da proteção aos acionistas⁷⁵.

⁷¹ EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 5.

⁷² Ibid., p. 12.

⁷³ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 64.

⁷⁴ EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 13.

A estrutura desses novos modelos propostos se assentava em mecanismos de autorregulação mais rigorosos se comparados aos previstos em lei.

Sendo assim, foi estabelecida a facultatividade para sua adesão, por parte das companhias.

Quanto aos regulamentos estabelecidos nestes mecanismos, no Nível 1 o compromisso das companhias é regido pela melhoria na prestação de informações e na dispersão acionária.

O Nível 2 exige todas as determinações do 1, adicionando, também, a adoção de compromissos de governança corporativa mais rígidos e um leque mais extenso de direitos aos minoritários, ao exemplo da adesão à Câmara de Arbitragem para “resolução de conflitos societários”⁷⁶.

Em se tratando do Novo Mercado, a principal particularidade está na regra que determina a emissão apenas de ações ordinárias (uma ação – um voto). Também, no tratamento igualitário entre acionistas nos momentos de alienação do controle, o que possibilita aos minoritários venderem suas ações pelo mesmo valor do bloco de controle e regras mais rígidas de *disclosure*⁷⁷.

Sobre as finalidades do Novo Mercado, Gilberto Mifano, ex-presidente do Conselho de Administração da Bovespa, relata:

O Novo Mercado não foi pensado quando criado para incentivar a configuração de controle disperso ou difuso, o fato é que as regras do Novo Mercado estimulam esse processo por conta da existência ou da predominância das ações ordinárias⁷⁸.

No momento de sua criação, o Novo Mercado foi visto com reservas pelas companhias, aspecto que se comprova pela demora de adesão a esse novo modelo, pois nos primeiros dois anos, entre 2000 e 2002, nenhuma sociedade ingressou nesse segmento.

⁷⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 66.

⁷⁶ PAULA, Germano Mendes de; ROMANIELO, Enrico Spini. **Corporations à brasileira**. In: **Governança Corporativa: Estrutura de controles societários**. São Paulo: Saint Paul, 2009. p. 62.

⁷⁷ Op. Cit. p. 64.

⁷⁸ BEDICKS, H.B. **O Processo da Dispersão de Capital no Brasil sob a Perspectiva da Governança Corporativa: um estudo de casos**. São Paulo: MACKENZIE, 2008. p. 134. Dissertação de Mestrado – Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas, Faculdade de Administração, Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2008.

Após a criação do Novo Mercado, a realidade das companhias abertas passou por uma nova mudança, outra Reforma da LSA, através da Lei nº 10.303/2001.

Uma importante alteração trazida foi o retorno da possibilidade dos minoritários venderem suas ações com direito a voto nas mesmas condições dos controladores, nas hipóteses de alienação do comando societário, a qual fora retirada pela reforma de 1997, como mencionado anteriormente. Entretanto, há doutrinadores, ao exemplo de MUNHOZ⁷⁹, que consideram modestas, as inovações da Reforma de 2001.

O período compreendido entre 2004 e 2007 foi determinante para o mercado acionário nacional, sendo possível observar um crescimento significativo no número de ofertas públicas iniciais (IPO), bem como uma tentativa hostil de tomada de controle⁸⁰.

Diante dessa realidade, o segmento do Novo Mercado acabou atraindo um grande número de companhias, e demonstrou papel fundamental para os lançamentos dessa modalidade de oferta pública.

Nesse contexto, portanto, foi possível visualizar o “florescimento de um ativo mercado de controle acionário”⁸¹.

3.4 MEDIDAS DEFENSIVAS À OFERTA “HOSTIL”

Como dito anteriormente, a dispersão acionária não é uma realidade que pode ser ignorada no contexto brasileiro.

Apesar de apresentar feições modestas no mercado de capitais nacional, diversas companhias no Brasil já optaram por este modelo.

Entre os exemplos mais expressivos, podemos apontar as Lojas Renner, Embraer, Bovespa, Dasa, etc.

⁷⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 65.

⁸⁰ GORGA, Érica. **As recentes mudanças nas estruturas de propriedade das companhias abertas brasileiras e suas consequências para o exercício de controle**. In: **Governança Corporativa: Estrutura de controles societários**. São Paulo: Saint Paul, 2009. p. 95.

⁸¹ Op. Cit. p. 69.

Também, a Oi, quarta maior companhia de telecomunicações do país, passou a ter capital pulverizado à partir de Setembro de 2015⁸², mais um reflexo da relevância desse tipo de estratégia de mercado.

O surgimento da prática da dispersão de capital originou, ainda, a necessidade de proteger contra eventuais tentativas hostis de aquisição de controle, as companhias que adotassem tal modelo.

Para tanto, a criação de mecanismos estatutários com essa finalidade se mostrou a alternativa mais utilizada.

Acerca das “ofertas hostis”, é primordial determinar o significado adotado ao termo para os fins da presente pesquisa.

Importante lembrar que a hostilidade aqui referida se dá quando existe resistência por parte dos administradores e/ou acionistas em relação à oferta de aquisição de controle, bem como pela ausência de negociação anterior entre adquirente e companhia-alvo durante a tentativa de tomada do comando societário.

As medidas defensivas surgiram inicialmente nos EUA, em resposta ao grande número de tomadas hostis de controle ocorridas neste país na década de 80⁸³.

Estes mecanismos podem ser divididos, fundamentalmente, em dois tipos: os preventivos e os repressivos⁸⁴.

As medidas defensivas preventivas são aquelas implementadas em momento anterior à tentativa de tomada de controle hostil. Geralmente, as companhias que adotam esses instrumentos têm uma tendência menor a depender dos administradores para tomar iniciativas protetivas, quando ameaçada a estrutura de comando da sociedade⁸⁵.

O fundamento dessa escolha estratégica está na busca por dificultar as tomadas de controle, tornando mais moroso o processo, ao passo que torna possível a utilização de outros mecanismos defensivos⁸⁶.

⁸² **Com Capital Pulverizado, Oi se diz mais receptiva à consolidação.** Disponível em: <<http://www.telebrasil.org.br/sala-de-imprensa/na-midia/7960-com-capital-pulverizado-oi-se-diz-mais-receptiva-a-consolidacao>>. Acesso em: 03 nov. 2015.

⁸³ NETO, Carlos Martins. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e poison pills : breves reflexões. São Paulo: **Revista Semestral de Direito Empresarial**, 2009. n. 5. p. 31.

⁸⁴ Ibid., p. 32.

⁸⁵ NASCIMENTO, João Pedro Barroso. **Medidas Defensivas à tomada de controle de Companhias.** São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 119.

⁸⁶ Id.

A experiência norte-americana é terreno fértil para esse tipo de prática, fornecendo os mais diversos exemplos: *Staggered Board*, que consiste numa alternância nos períodos de mandato dos membros do conselho de administração, atribuindo a este órgão, a competência exclusiva para modificação da estrutura do conselho. Esse mecanismo visa atrasar a mudança no comando societário, tornando a tomada de controle mais onerosa, na medida em que os adquirentes só poderão exercer o domínio da companhia após um determinado número de anos⁸⁷.

Vale salientar, uma estratégia dessa natureza não geraria resultados no Brasil, pois a Assembleia Geral da companhia é soberana para decidir, inclusive, sobre as matérias pertinentes ao conselho de administração.

Outra postura defensiva de caráter preventivo está na estipulação de um *quorum* qualificado elevado para decidir sobre determinadas questões. A chamada *Supermajority Rules* dificulta o exercício das atribuições de comando por parte do adquirente que, apesar de deter o “controle” da sociedade, ainda assim, ficará impedido de ditar os rumos em algumas questões específicas. Também, esse mecanismo não possui aplicabilidade em nosso país, em vista da previsão de *quorum* qualificado já se encontrar no artigo 136 da LSA⁸⁸.

O estabelecimento do mecanismo defensivo chamado *accelerated loans* é mais uma alternativa para dificultar a tomada de controle. Seu conteúdo fundamenta-se na inserção de cláusulas em contratos de empréstimos e financiamentos, “determinando o vencimento antecipado das dívidas caso o controle da companhia seja adquirido por intermédio de uma oferta hostil⁸⁹”.

Os denominados *golden parachute* são mecanismos defensivos utilizados para atribuir, através de contrato, compensações econômicas para administradores e profissionais estratégicos, caso a oferta hostil seja bem sucedida, incorrendo num custo adicional muitas vezes significativo para as tentativas de tomada de controle.

Neste sentido, vale salientar que este tipo de iniciativa no contexto nacional precisa respeitar as premissas da *função social do contrato* e da *boa-fé objetiva*, dispostos no parágrafo único do artigo 2035 do CCB⁹⁰.

⁸⁷ NETO, Carlos Martins. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e poison pills : breves reflexões. São Paulo: **Revista Semestral de Direito Empresarial**, 2009. n. 5. p. 32.

⁸⁸ Id.

⁸⁹ Ibid., p. 32-33.

⁹⁰ NASCIMENTO, João Pedro Barroso. **Medidas Defensivas à tomada de controle de Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 178.

Quanto às medidas de defesa repressivas, os exemplos são igualmente numerosos.

Uma iniciativa pouco ortodoxa, mas ainda assim utilizada é o *greenmail*, quando a companhia-alvo compra ações de propriedade do adquirente hostil pagando um valor acima dos custos da aquisição e valendo-se da perspectiva de lucro como forma de convencer o proponente a desistir da oferta⁹¹.

Interessante estratégia, também, é a chamada *pac-man defense*, a qual se manifesta através de uma inversão de papéis no contexto da oferta hostil, ou seja, a companhia-alvo passa a comprar ações da ofertante visando adquirir-lhe o controle⁹².

Uma outra forma de defender o controle societário ocorre quando a administração de uma companhia-alvo busca um *white-knight*, que pode ser outra companhia ou terceiro capaz de realizar oferta mais atrativa à do primeiro ofertante⁹³.

A venda de um ativo da companhia-alvo que seja considerado valioso pelo ofertante é outra possível estratégia de defesa contra a tomada de controle hostil. É a chamada *crown jewel defense*, iniciativa cuja a finalidade está em desestimular o potencial adquirente a prosseguir com o *takeover*⁹⁴.

Apesar de algumas das estratégias mencionadas serem viáveis para o contexto brasileiro, nossa realidade nacional importou esses mecanismos de defesa, muitas vezes, sem deixar de fazer as adaptações para lidar com as particularidades do país.

Como veremos a seguir, certos equívocos técnicos foram cometidos, ainda que mecanismos dessa natureza tenham trazido benefícios ao mercado de capitais nacional.

Os já mencionados segmentos especiais da Bovespa, desempenham papel determinante para as iniciativas de pulverização acionária no âmbito brasileiro.

⁹¹ CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. **Fusões, Aquisições e Takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas**. Caderno de Pesquisas em Administração. v. 10, n. 2. São Paulo, 2003. p. 21.

⁹² BLOK, Marcella. **Poison Pills: panorama atual**. Disponível em: <http://thelegal.me/wp-content/uploads/2013/10/artigo_Poison_Pills1.pdf>. p. 26. Acesso em: 24 julho 2015.

⁹³ NETO, Carlos Martins. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e poison pills : breves reflexões. São Paulo: **Revista Semestral de Direito Empresarial**, 2009. n. 5. p. 36.

⁹⁴ *Ibid.*, p. 38.

Um relevante exemplo dessa afirmativa é regra que obriga a manutenção de um *free float* (flutuação livre) de 25%⁹⁵ do capital acionário, dispositivo que influenciou fortemente a adoção dos mecanismos de defesa no país.

O surgimento das companhias abertas com capital disperso acaba possibilitando a ocorrência das ofertas hostis.

Apesar de ainda não ter sido realizada nenhuma iniciativa bem sucedida dessa natureza, algumas tentativas já foram postas em prática, fato que analisaremos no capítulo seguinte.

Nesse contexto, um grande número de companhias brasileiras passaram a adotar medidas de defesas em seus estatutos, as chamadas “pílulas de veneno” (*poison pills*), com a finalidade de impedir eventuais iniciativas de aquisição hostil.

Doutrinariamente, no âmbito nacional, as *poison pills* foram divididas em três categorias distintas: legais, contratuais e estatutárias⁹⁶.

O artigo 254-A da LSA, cujo conteúdo dispõe sobre a regra do *tag along*, é o exemplo mais nítido de *poison pill* legal no ordenamento jurídico brasileiro.

Ao determinar a obrigação do possível adquirente para que este realize uma OPA, torna-se a tentativa de aquisição mais árdua, onerosa e lenta, efetivando, assim, uma maior proteção aos acionistas minoritários da companhia-alvo⁹⁷.

A *poison pill* contratual se reflete no já tratado “acordo de acionistas” (artigo 118 da LSA) que, quando devidamente arquivado na sede social, poderá dificultar e até mesmo impossibilitar uma aquisição hostil, dependendo da forma que disponha sobre o poder de controle no âmbito da companhia-alvo.

Por fim, a *poison pill* estatutária é aquela que “condiciona a aquisição de determinado percentual de ações da companhia ao dever de realizar OPA”⁹⁸.

Estes instrumentos vieram acompanhados de grande polêmica na prática do mercado de capitais nacional.

Possivelmente, a maior delas está na interpretação do sentido que é atribuído às *poison pills*.

⁹⁵ BOVESPA. **Comparativo dos Segmentos de Listagem**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 26 jul. 2015.

⁹⁶ MAIOLI, Patrícia Lopes. *Poison Pill Brasileira: Vantagens e Desvantagens*. São Paulo: **Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**, 2011. v. 7. n. 41. p. 97.

⁹⁷ Id.

⁹⁸ Ibid., p. 98.

Um grande número de companhias adotou significado errôneo a esse instrumento, tratando-o como mera forma de impedir, em absoluto, as aquisições hostis. Iniciativa que pode, claramente, se tornar nociva ao mercado de controle acionário.

O maior reflexo desse tipo de atitude está na adoção por um grande número de companhias, de regras estatutárias que impossibilitam modificações nos dispositivos das *poison pills*, ao ponto de estabelecer, muitas vezes, punições aos acionistas que votarem pela alteração dessas cláusulas em assembleia geral (através da obrigação de realizar OPA, por exemplo)⁹⁹.

Esse tipo de circunstância demonstra um total desvirtuamento do instituto, cuja função basilar está na busca por desestimular as ofertas hostis, e pela primazia da dispersão de capital.

Também, caso as aquisições se tornem inevitáveis, as *poison pills* surgem como meio de agregar maior poder de barganha aos minoritários.

Com o objetivo de elucidar o problema, a CVM formalizou seu entendimento através do Parecer de Orientação nº 36/09.

Por meio desse ato, buscou-se isentar os acionistas que eventualmente votem pela modificação ou supressão das *poison pills*, “de penalidades em processos administrativos sancionadores¹⁰⁰” sob a tutela do referido órgão.

Tal decisão acaba reiterando, portanto, a importância do princípio da soberania da Assembleia Geral.

Finalmente, é indispensável apontar que o instituto das *poison pills* possui tanto vantagens quanto desvantagens em sua utilização, as quais não poderíamos deixar de fazer, ao menos, breve menção.

Como vantagens, podemos considerar que estes mecanismos auxiliam os acionistas e administradores da companhia-alvo, na medida em tornam o processo de aquisição hostil mais moroso. Garante-se, assim, mais tempo para estes sujeitos considerarem as alternativas à sua disposição, viabilizando, como já dito, seu poder de barganha.

⁹⁹ MAIOLI, Patrícia Lopes. Poison Pill Brasileira: Vantagens e Desvantagens. São Paulo: **Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**, 2011. v. 7. n. 41. p. 98-100.

¹⁰⁰ BLOK, Marcella. **Poison Pills: panorama atual**. Disponível em: <http://thelegal.me/wp-content/uploads/2013/10/artigo_Poison_Pills1.pdf>. p. 21. Acesso em: 27 jul. 2015.

Possibilitam ainda a determinação de preço mínimo para a aquisição de controle, além de proteger os acionistas contra eventuais coações, ao evitar mudanças de indesejadas no comando societário¹⁰¹.

Entre as desvantagens estão os potenciais custos de agência, causados por administradores mal-intencionados que possam atrapalhar uma possível oferta benéfica à sociedade, ao considerarem apenas seus interesses particulares.

Além disso, uma tentativa de aquisição potencialmente benéfica (do ponto de vista econômico) para a companhia-alvo, pode deixar de concretizar-se, devido à incidência de uma determinada *poison pill* que impossibilite o adquirente de prosseguir com a oferta¹⁰².

Ao que se pôde observar, a compreensão do funcionamento das medidas defensivas é algo crucial para as operações de aquisição de controle, seja para evitá-las, ou para que ocorram “de forma alinhada aos interesses dos acionistas¹⁰³”.

Para melhor perceber de que forma os fatores investigados no decorrer desta pesquisa podem refletir na prática societária, é de vital importância realizarmos uma reflexão embasada no estudo de casos relevantes, aspecto que trataremos no Capítulo seguinte.

¹⁰¹ MAIOLI, Patrícia Lopes. Poison Pill Brasileira: Vantagens e Desvantagens. São Paulo: **Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**, 2011. v. 7. n. 41. p. 99-100.

¹⁰² Ibid., p. 98-100.

¹⁰³ SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. **Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 438.

4 ESTUDO DE CASOS DE AQUISIÇÃO DE CONTROLE NO BRASIL

Neste Capítulo, trataremos da análise de casos emblemáticos, cada qual abrangendo companhias distintas, em diferentes períodos e desdobramentos, envolvendo a disciplina da aquisição de controle.

Dessa forma, esperamos alcançar melhor compreensão a respeito do tema na prática e, também, averiguar os interesses dos sujeitos que participam dessas operações, assim como as estratégias utilizadas por eles a fim de concretizar seus respectivos objetivos.

4.1 CASO SADIA – PERDIGÃO

A tentativa de aquisição do controle societário da Perdigão S.A por parte da Sadia S.A (atualmente uma única empresa, a Brasil Foods S.A¹⁰⁴), por envolver dois dos maiores conglomerados do ramo alimentício do mundo apresentou uma expressiva repercussão. Demonstrou, também, um método até então pouco cogitado no país, a oferta hostil (OPA *a priori*).

A dimensão das companhias envolvidas seria motivo mais que suficiente para suscitar interesse em estudar o feito. No entanto, foram as circunstâncias e a quebra de diversos paradigmas da prática societária que tornaram essa operação uma das mais importantes abrangendo a matéria do poder de controle na história do Brasil.

Nesse sentido, a natureza da iniciativa foi o ponto norteador para a relevância do caso, pois foi a segunda tentativa de tomada de controle hostil no país.

Através de edital publicado em 16 de julho de 2006, a Sadia lançou oferta para aquisição de até 100% das ações da Perdigão, surpreendendo o mercado de capitais nacional¹⁰⁵.

¹⁰⁴ BRF S.A. Disponível em: <<http://www.brf-global.com/brasil/sobre-brf/quem-somos-nossa-historia>>. Acesso em: 29 jul. 2015.

¹⁰⁵ NETO, Carlos Martins. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e poison pills : breves reflexões. São Paulo: **Revista Semestral de Direito Empresarial**, 2009. n. 5. p. 28.

Num primeiro momento, o preço ofertado foi de R\$ 3.72 bilhões, quantia que ultrapassava em aproximadamente 20% o valor de mercado da Perdigão na sexta-feira anterior a oferta (14 de julho de 2006)¹⁰⁶.

No entanto, a oferta acabou sendo recusada dois dias depois pelos maiores acionistas da companhia, grupo constituído por oito fundos de pensão: Previ, Petros, Fapes, Sistel, Valia, Real Grandeza Fundo de Previdência, Previ Banerj e PSPP, os quais, em sua maioria haviam celebrado acordos regulando o exercício de voto em conjunto.

Tal aspecto garantia ao grupo o comando de 49% das ações com direito a voto. Ao passo que, através da colaboração de Weg S.A, detentora de aproximadamente 5.88% do capital acionário, conseguiram impossibilitar o êxito da oferta hostil¹⁰⁷.

Foi possível observar a incidência de dois fatores utilizados pelos acionistas como justificativa para rejeitarem a proposta inicial.

Ambos se deram quanto à interpretação do mecanismo defensivo disposto no artigo 37 do Estatuto da Perdigão, que determinava a obrigação de realizar oferta pública de aquisição para até 100% das ações por aquele que alcançasse 20% ou mais do total de ações, além de um prêmio de 35% “acima da cotação média das ações de emissão da Companhia durante o período de trinta dias anteriores à realização da OPA¹⁰⁸”.

Os Conselheiros e Executivos da companhia-alvo argumentaram que a titularidade de 20% das ações seria um pré-requisito para que a Sadia pudesse realizar a oferta utilizando-se do artigo 37 como parâmetro¹⁰⁹. Também, que o preço ofertado (R\$ 27.88 por ação) estabelecia um prêmio inferior ao percentual de 35%, disposto no mesmo artigo¹¹⁰.

¹⁰⁶ ENCONTRO DA ANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro. **Táticas de Defesa Contra Aquisições Hostis: O Caso Perdigão X Sadia**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. p. 11. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B1854.pdf>>. Acesso em: 29 jul. 2015.

¹⁰⁷ GORGA, Érica. **Changing The Paradigm Of Stock Ownership From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and consequences For Emerging Countries**, 2008. p. 23. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 30 jul. 2015.

¹⁰⁸ NETO, Carlos Martins. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e poison pills : breves reflexões. São Paulo: **Revista Semestral de Direito Empresarial**, 2009. n. 5. p. 28.

¹⁰⁹ BLOK, Marcella. **Poison Pills: panorama atual**. Disponível em: <http://thelegal.me/wp-content/uploads/2013/10/artigo_Poison_Pills1.pdf>. p. 33. Acesso em: 30 jul. 2015.

¹¹⁰ ENCONTRO DA ANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro. **Táticas de Defesa Contra Aquisições Hostis: O Caso Perdigão X Sadia**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. p. 11. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B1854.pdf>>. Acesso em: 29 jul. 2015.

Nesta perspectiva, portanto, a pretensão da adquirente em tomar o controle da companhia-alvo só poderia ser possível após decorridas duas ofertas públicas de ações, uma para tornar-se acionista e outra por ultrapassar a porcentagem disposta no artigo 37.

BLOK observa três questões pertinentes a respeito da estratégia defensiva adotada pela Perdigão¹¹¹.

A primeira delas quanto ao pré-requisito do ofertante ser acionista ou que já tivesse realizado uma primeira OPA. Nesse sentido, a menção de preço prescrita no artigo 37 em momento algum fazia referência à necessidade do comprador interessado preencher estas duas condições, tampouco a Lei das S.A ou a Instrução 361 da CVM¹¹².

Em segundo lugar, o artigo 44 do Estatuto da Perdigão facultava a realização de apenas uma OPA para adquirir as ações da companhia. Quando não houvesse incompatibilidade entre os procedimentos ou a possibilidade de prejuízo aos interesses dos acionistas, aspectos que não estavam presentes no caso¹¹³.

Finalmente, a aquisição de 100% do capital acionário de uma companhia-alvo, através de oferta pública, é autorizada pelo artigo 257 da LSA. Ademais, o mesmo artigo não menciona a necessidade do possível adquirente já ser acionista da companhia-alvo¹¹⁴.

Irresignada, Sadia aumentou o valor da proposta para R\$ 29,00 por ação, a qual foi novamente rejeitada pelos maiores acionistas da Perdigão (grupo detentor de 55.38% do capital), ao considerarem o preço anunciado, abaixo do requisito legal (acréscimo mínimo de 5% sobre a primeira oferta)¹¹⁵.

Apesar dessa iniciativa ter falhado, o caso despertou diversos questionamentos sobre o futuro da aquisição de controle societário no país.

Diante desse exemplo, foi possível constatar quão determinantes podem ser aspectos como: os acordos de acionistas na manutenção do poder de comando, a

¹¹¹ BLOK, Marcella. **Poison Pills: panorama atual**. Disponível em: <http://thelegal.me/wp-content/uploads/2013/10/artigo_Poison_Pills1.pdf>. p. 33-34. Acesso em: 30 jul. 2015.

¹¹² Id.

¹¹³ ENCONTRO DA ANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro. **Táticas de Defesa Contra Aquisições Hostis: O Caso Perdigão X Sadia**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. p. 11. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B1854.pdf>>. Acesso em: 29 jul. 2015.

¹¹⁴ Id.

¹¹⁵ GORGA, Érica. **Changing The Paradigm Of Stock Ownership From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and consequences For Emerging Countries**, 2008. p. 24. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 30 jul. 2015

influência do controle gerencial, os possíveis conflitos de agência, bem como quanto às estruturas de capital concentrado e disperso. Pois, ainda que diante de uma companhia com capital pulverizado, a prática do controle societário nas mãos de poucos, modelo historicamente predominante no Brasil, foi um fator decisivo nesse caso.

4.2 CASO ARTERIS S.A

A operação envolvendo a aquisição de controle da Arteris S.A (ex-OHL Brasil) demonstra uma das mais expressivas qualidades necessárias ao mercado de capitais, a dinamicidade nas negociações.

O aspecto que justifica o aproveitamento científico no estudo do presente caso está na escolha estratégica utilizada para dar cabo à aquisição: o pedido de OPA por procedimento diferenciado.

O contexto exposto no caso revela uma realidade bastante recorrente na jurisprudência da CVM, além de ser um exemplo relativamente recente desse tipo de operação societária.

Primeiramente, é salutar uma breve exposição acerca das companhias envolvidas.

De um lado, Arteria S.A, concessionária do ramo de administração de rodovias, sendo uma das maiores atuando no território brasileiro. Até Março de 2013, o controle da companhia era exercido mediante participação majoritária da empresa Partícipes en Brasil S.L, detentora de 60% do capital acionário da Arteris S.A, à época¹¹⁶.

Em se tratando da Partícipes en Brasil S.L, seu controle era dividido entre duas companhias distintas: Abertis Infraestrutura S.A (51% do capital acionário) e Brookfield Motorways Holdings SRL (49% do capital acionário).

No dia 28/06/2013, o grupo controlador, juntamente da empresa Brookfield Aylesbury S.A.R.L, ingressou com pedido de registro de OPA por alienação de controle de Arteris S.A perante a CVM.

¹¹⁶ ARTR – ARTERIS S.A. **Tetzner em Ação!**. Disponível em: <<https://tetzneremacao.wordpress.com/2013/03/07/artr-arteris-s-a/>>. Acesso em: 18 out. 2015.

A estratégia adotada no pedido teve por base o art. 34 da Instrução 361/02 da CVM, o qual dispõe acerca de procedimento diferenciado para alienação de controle através de OPA. Nesse sentido, a proposta foi de permuta de ações da ofertante, Albertis S.A, cujo capital acionário é negociado no mercado de capitais espanhol, diverso do âmbito de atuação da CVM, sendo um dos aspectos motivadores da necessidade de autorização da OPA, pelo referido órgão.

O objetivo da oferta consistia na aquisição de até 40% do capital acionário da companhia-alvo. Para isto, foram oferecidas duas alternativas de pagamento.

A primeira delas, como mencionado, baseava-se na permuta de ações de Arbertis S.A (0,3941 da companhia para cada ação da Arteris S.A) juntamente com o pagamento de R\$ 6,41 em efetivo.

Na segunda forma, foi oferecida a quantia de R\$ 16,92 por ação, valor disponível para até 5.999 ações da Arteris S.A por acionista¹¹⁷.

No que se refere à receptividade da oferta, vale salientar que a mesma não foi vista com satisfação pelos acionistas de maior destaque. Tal aspecto pôde ser comprovado na ata do Conselho de Administração da Arteris S.A (21/08/2013). No documento ficou evidente o posicionamento desfavorável dos Conselheiros de Administração Independentes à aceitação da OPA.

O argumento desses sujeitos se baseou, fundamentalmente, nos riscos inerentes à manutenção de ações da Arbertis S.A, haja vista as mesmas não serem negociadas no mercado de capitais nacional (a companhia tem seu capital negociado na Espanha e em mercados estrangeiros)¹¹⁸.

O leilão da OPA foi realizado no dia 05/09/2013, sendo o resultado divulgado na mesma data por meio de fato relevante emitido pela Arteris S.A. Nesse sentido, as ofertantes adquiriram conjuntamente o montante aproximado de 24,16% do capital acionário da companhia-alvo (9,26% pela Partícipes em Brasil S.A; e 14,90% pela Brookfield Aylesbury, aproximadamente).

¹¹⁷ **Abertis apresenta OPA obrigatória pela brasileira Arteris.** Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/abertis-apresenta-opa-obrigatoria-pela-brasileira-arteris>>. Acesso em: 19 out. 2015.

¹¹⁸ **Conselheiros independentes manifestam-se contrários à OPA da Arteris.** Disponível em: <<http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRSPE97K08R20130821>>. Acesso em: 19 out. 2015.

A estrutura de controle da Arteris S.A permaneceu detida pela Partícipes em Brasil S.A (a qual não teve alterações em sua estrutura), passando a ser exercido, ao fim da operação, com 69,26% das ações da companhia-alvo¹¹⁹.

No ano de 2015, a Arteris S.A passou por novas modificações envolvendo sua estrutura de controle. Em Maio deste ano, a controladora, Partícipes em Brasil S.A divulgou interesse em propor nova OPA para adquirir os 30,74% restantes do capital da companhia-alvo. A oferta consistiria no pagamento de R\$ 10,15 por ação, dentro de um total de 105 milhões de ações em poder dos minoritários¹²⁰.

Um aspecto pertinente a respeito desta nova operação foi quanto a seu objetivo. A iniciativa do grupo controlador em tentar adquirir a totalidade do capital acionário da Arteris S.A foi pautada numa mudança da estrutura societária da companhia.

Nesse sentido, os controladores divulgaram ao mercado seu interesse no fechamento do capital da companhia-alvo, bem como a retirada dessa sociedade dos segmentos diferenciados de governança corporativa da BOVESPA. Tal desdobramento do caso demonstra relevância por seguir caminho diverso às práticas incentivadas no mercado de capitais.

4.3 CASO NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A

A operação envolvendo as ações da Net Serviços de Comunicação S.A (ou NET, apenas) é mais um exemplo bastante expressivo na jurisprudência da CVM. O caso em questão trata de uma consulta quanto a necessidade de realização de OPA por aumento de participação (Processo CVM nº RJ-2014-2399)¹²¹.

¹¹⁹ **Fato Relevante do leilão da OPA – ARTERIS S.A.** Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/Agencia/corpo.asp?origem=exibir&id=18201309060005&manchete=ARTERIS%20\(ARTR-NM\)%20-%20Fato%20relevante%20-%20Resultado%20do%20leilao%20da%20OPA](http://www.bmfbovespa.com.br/Agencia/corpo.asp?origem=exibir&id=18201309060005&manchete=ARTERIS%20(ARTR-NM)%20-%20Fato%20relevante%20-%20Resultado%20do%20leilao%20da%20OPA)>. Acesso em: 19 out. 2015.

¹²⁰ **Controladora fará OPA para retirar Arteris do Novo Mercado.** Disponível em: <<http://noticias.r7.com/economia/controladora-fara-opa-para-retirar-arteris-do-novo-mercado-01052015>>. Acesso em: 19 out 2015.

¹²¹ Todas as informações a respeito desse caso foram retiradas do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2014/9240-0.pdf>>. Acesso em: 19 out. 2015.

Primeiramente, vale salientar a natureza do objetivo na aquisição de ações da NET, que consiste em mais um caso de fechamento de capital. Em Novembro de 2013, Embratel Participações S.A e Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A – Embratel, ambas controladoras da NET, realizaram oferta pública unificada para aquisição de ações de emissão da companhia-alvo por alienação de controle, bem como para a saída do Nível 2 do segmento diferenciado de governança corporativa da BOVESPA.

A iniciativa dos ofertantes resultou na aquisição de 83,62% das ações em circulação, à época. Restando somente cerca de 0,78% do capital acionário disponível no mercado.

Ao momento desta operação, Microsoft Global Finance (ou Microsoft, apenas) era detentora de aproximadamente 0,41% do capital total da NET e, apesar de mostrar interesse em aderir à oferta, por questões burocráticas não pôde habilitar-se.

Tal circunstância foi o fator que desencadeou a abertura do processo em questão perante a CVM. Diante da impossibilidade de participar da OPA, Microsoft buscou os controladores da NET com o objetivo de negociar a alienação privada de suas ações, requerendo o mesmo valor pago na OPA.

Nesse sentido, os controladores, ainda que interessados em aceitar a proposta da Microsoft, mostraram-se receosos diante da possibilidade da aquisição ensejar no lançamento de uma OPA por aumento de participação, fato que tornaria o procedimento inviável, em decorrência dos altos custos e da morosidade a ele inerentes.

Sendo assim, os controladores estabeleceram que só comprariam as ações da Microsoft após manifestação expressa da CVM garantindo que as negociações não deflagrariam uma OPA por aumento de participação.

Dadas as circunstâncias, Microsoft realizou em Agosto de 2014 consulta perante a CVM pleiteando: 1) a venda de suas ações tendo como parâmetro o mesmo preço pago na OPA efetuada em 2013, bem como o registro de que a venda privada das ações não deflagraria uma OPA por aumento de participação. 2) Subsidiariamente - caso o pleito não fosse acolhido, possibilitar a venda de apenas parte das ações (respeitando o limite de 1/3 das ações em circulação, conforme disposto no artigo 26 da Instrução 361/02) para os Controladores, sem necessidade de deflagração de uma OPA por aumento de participação.

A consulta teve por base os dispostos nos artigos 26 e 37, § 1º, da Instrução 361/02, que tratam da OPA por aumento de participação e a fórmula para o cálculo de ações a serem adquiridas, respectivamente.

Sobre a questão, o entendimento da Superintendência da CVM foi no sentido de considerar insignificante o número de ações dos minoritários disponíveis no mercado (0,78%), das quais somente 0,41% pertenciam à Microsoft, tendo um volume de negociações diárias praticamente inexistente.

Ao decidir sobre a controvérsia a CVM salientou a importância do papel do controlador como único realmente capaz de dar liquidez aos títulos, além de poder promover um pagamento justo pelas ações. Para tratar dessa situação de caráter excepcional, o órgão apontou o disposto no artigo 10, §2º da Instrução 361/02, que trata da obrigação do acionista controlador, após OPA bem sucedida, adquirir o restante das ações em circulação. Sendo este, o único dispositivo que trataria da liquidação das ações remanescentes, caso o percentual adquirido (nas hipóteses de OPA previstas no artigo 15 da Instrução 361/02) ultrapassasse 2/3 (dois terços) das ações em circulação.

No entanto, o dispositivo apontado não tratava especificamente das circunstâncias do caso em tela, portanto, se mostrou fundamental a manifestação da Autarquia a fim de sanar tais questionamentos.

Por fim, a Superintendência da CVM entendeu pela inexistência de quaisquer impedimentos à continuidade das negociações entre a Microsoft e os controladores da NET, quanto a venda do capital acionário remanescente detido pela Consulente.

Vale ressaltar, a Superintendência decidiu, também, que caso o Colegiado da CVM discordasse de seu entendimento quanto ao pleito 1, relatou ser desfavorável ao pleito 2.

Realizado o estudo destes três casos, exemplos de situações enigmáticas na prática das aquisições de controle, partiremos para as conclusões deste trabalho.

5 CONCLUSÃO

A matéria envolvendo as aquisições de controle nas companhias abertas está sujeita à incidência de um grande número de fatores. Portanto, buscamos compreender de que maneiras o poder de controle se expressa no âmbito societário, contextualizando o tema para a realidade brasileira.

Não esquecemos, porém, de uma aproximação comparativa com um modelo diverso, para tanto, optamos pelo mercado de capitais norte-americano, justamente pelo fato de ser exemplo tão rico em construção doutrinária a respeito das questões que enfrentamos no presente trabalho.

Para identificar as características que influenciam na construção de um mercado de capitais, esmiuçamos os aspectos mais determinantes que evidenciam a natureza tão dinâmica do tema.

Nesse sentido, observamos como o Direito é fortemente utilizado como mecanismo, muitas vezes, de imposição para concretizar as ideologias econômicas de sujeitos em posições dominantes, ao exemplo de nossos apontamentos acerca da atuação excessiva do Estado, das relações entre acionistas e administradores, entre adquirente e companhia-alvo, credores, etc.

Nosso intuito foi de levantar estas hipóteses, tratando das mais variadas formas utilizadas juridicamente para lidar com a questão, principalmente diante de conflitos societários.

No decorrer dessa pesquisa concluímos que as aquisições de poder de controle nas sociedades anônimas abertas estão estreitamente ligadas ao contexto histórico que se inserem. Tal aspecto é mais uma demonstração da mutabilidade a que o mercado de capitais está sujeito.

Para que isto fosse possível, selecionamos alguns casos concretos envolvendo companhias abertas de grande porte em âmbito nacional, onde essa característica se mostrava evidente.

Ao investigar circunstâncias aparentemente improváveis, buscamos demonstrar quão fundamental é, aos operadores do Direito, uma atuação atenta aos fatores que determinam uma aquisição de controle societário. Como identificamos nos exemplos dessa pesquisa: aspectos políticos, históricos, econômicos, sociais, e,

até mesmo, do mero acaso, devem ser observados no enfrentamento de eventuais litígios sobre o tema.

Por este ângulo, acreditamos que, dentro dos limites de uma monografia de conclusão de curso, conseguimos realizar uma aproximação satisfatória dos problemas levantados.

REFERÊNCIAS

ARTR – ARTERIS S.A. Tetzner em Ação!. Disponível em:

<<https://tetzneremacao.wordpress.com/2013/03/07/artr-arteris-s-a/>>. Acesso em: 18 out. 2015.

Abertis apresenta OPA obrigatória pela brasileira Arteris. Disponível em:

<<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/abertis-apresenta-opa-obrigatoria-pela-brasileira-arteris>>. Acesso em: 19 out. 2015.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova York: New American Library, 1967.

BLOK, Marcella. **Poison Pills: panorama atual**. Disponível em:

<http://thelegal.me/wp-content/uploads/2013/10/artigo_Poison_Pills1.pdf>. Acesso em: 24 jul. 2015.

BOVESPA. **Comparativo dos Segmentos de Listagem**. Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 26 jul. 2015.

BEBTCHUK, Lucian Arye. **A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control**. Cambridge: National Bureau Of Economic Research, 1999.

BOECHEM, Felipe Tavares. (In)exigibilidade de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle : uma análise da jurisprudência da CVM. São Paulo:

Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, 2012. v. 51, n. 161/162, jan./ago. p. 72-99.

BEDICKS, H.B. **O Processo da Dispersão de Capital no Brasil sob a Perspectiva da Governança Corporativa**: um estudo de casos. São Paulo: MACKENZIE, 2008. p. 134. Dissertação de Mestrado – Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas, Faculdade de Administração, Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2008.

BRF S.A. Disponível em: <<http://www.brf-global.com/brasil/sobre-brf/quem-somos-nossa-historia>>. Acesso em: 29 jul. 2015.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Alienação e Aquisição de Controle**. São Paulo: RT, 1985.

Com Capital Pulverizado, Oi se diz mais receptiva à consolidação. Disponível em: < <http://www.telebrasil.org.br/sala-de-imprensa/na-midia/7960-com-capital-pulverizado-oi-se-diz-mais-receptiva-a-consolidacao>>. Acesso em: 03 nov. 2015.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. **Fusões, Aquisições e Takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas**. Caderno de Pesquisas em Administração. v. 10, n. 2. São Paulo, 2003.

Conselheiros independentes manifestam-se contrários à OPA da Arteris.

Disponível em:

<<http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRSPE97K08R20130821>>. Acesso em: 19 out. 2015.

Controladora fará OPA para retirar Arteris do Novo Mercado. Disponível em:

<<http://noticias.r7.com/economia/controladora-fara-opa-para-retirar-arteris-do-novo-mercado-01052015>>. Acesso em: 19 out. 2015.

COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COFFEE JR., John C. **The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in The Separation of Ownership and Control**. New York: Columbia Law School, 2001. p. 2. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=254097>. Acesso em: 2 julho 2015.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

ENCONTRO DA ANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro. **Táticas de Defesa Contra Aquisições Hostis: O Caso Perdigão X Sadia**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. p. 11. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B1854.pdf>>. Acesso em: 29 jul. 2015.

FILHO, Álvaro Melo. A oferta pública, a igualdade dos acionistas e o direito comparado. **Revista Forense**, Rio de Janeiro, v. 282, p. 454-457, junho 1983.

FERRO, Júlio César Costa. **As tomadas hostis de controle e as poison pills brasileiras**. Disponível em:

<http://www3.pucrs.br/pucrs/files/uni/poa/direito/graduacao/tcc/tcc2/trabalhos2014_1/julio_ferro.pdf>. Acesso em: 28 out. 2015.

Fato Relevante do leilão da OPA – ARTERIS S.A. Disponível em:

<[http://www.bmfbovespa.com.br/Agencia/corpo.asp?origem=exibir&id=18201309060005&manchete=ARTERIS%20\(ARTR-NM\)%20-%20Fato%20relevante%20-%20Resultado%20do%20leilao%20da%20OPA](http://www.bmfbovespa.com.br/Agencia/corpo.asp?origem=exibir&id=18201309060005&manchete=ARTERIS%20(ARTR-NM)%20-%20Fato%20relevante%20-%20Resultado%20do%20leilao%20da%20OPA)>. Acesso em: 19 out. 2015.

GORGA, Érica. **As recentes mudanças nas estruturas de propriedade das companhias abertas brasileiras e suas consequências para o exercício de**

controle. . In: Governança Corporativa: Estrutura de controles societários. São Paulo: Saint Paul, 2009.

GORGA, Érica. **Changing The Paradigm Of Stock Ownership From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence From Brazil and consequences For Emerging Countries**, 2008. p. 23. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 30 jul. 2015.

JÚNIOR, José Alberto Clemente. **Oferta Pública de Aquisição de Ações na Alienação de Controle de Companhias Abertas.** São Paulo: Malheiros, 2003.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor Protection and Corporate Governance. Cambridge: **Journal Of Financial Economics**, 2000. Disponível em: <http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/lopezdesilanes02_Roundtable.pdf>. Acesso em: 5 julho 2015.

LOBO, Jorge. **Direitos dos Acionistas.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LGOW, Carla Wainer Chalréo. Oferta Pública Obrigatória por Ocasão de Alienação de Controle de Companhia Aberta (artigo 254-A da Lei das S.A). **Revista Semestral de Direito Empresarial**, nº 9. Rio de Janeiro: UERJ, 2011.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima.** São Paulo: Saraiva, 2013.

MENDONÇA, Jorge Ribeiro. **A tomada da sociedade através da oferta pública de aquisição.** Coimbra: Coimbra, 2004.

MANNE, Henry G. **The Journal of Political Economy.** v. 73, nº. 2. Chicago: The University of Chicago Press, 1965.

MAIOLI, Patrícia Lopes. Poison Pill Brasileira: Vantagens e Desvantagens. São Paulo: **Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**, 2011. v. 7. n. 41.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Exposição de Motivos nº 196, 1976.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/leis/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 7 jul. 2015.

MORAES, Luiza Rangel de. A pulverização do controle de companhias abertas. São Paulo: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, 2006. vol. 32. abr/jun. p. 49 – 84.

MARTINS-COSTA, Judith. Oferta pública para a aquisição de ações (OPA) : teoria da confiança - deveres de proteção violados - a disciplina informativa e o mercado de capitais - responsabilidade pela confiança - abuso do poder de controle. São Paulo: **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**, 2005. v. 44, n. 140. out./dez. p. 229-270.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso. **Medidas Defensivas à tomada de controle de Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

NETO, Carlos Martins. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e poison pills : breves reflexões. São Paulo: **Revista Semestral de Direito Empresarial**, 2009. n. 5.

NAJJAR, Gabriella Maranesi. Transparência e Segurança Jurídica. São Paulo: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, 2009. vol. 44. abr. p. 118.

PAULA, Germano Mendes de; ROMANIELO, Enrico Spini. Corporations à brasileira. **In: Governança Corporativa: Estrutura de controles societários**. São Paulo: Saint Paul, 2009.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A – TAG ALONG**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RETTO, Marcel Gomes Bragança. **Aspectos controvertidos dos acordos de acionistas: Uma abordagem prática**. São Paulo: RT, 2010.

RIBAS, Gustavo Santamaria Carvalhal. Das aquisições hostis na prática norte-americana e a perspectiva brasileira. São Paulo: **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**, 2006. v. 45, n. 141. jan./mar. p. 121-129.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. **Mecanismos de Proteção e Estratégias de Defesa em Tomadas Hostis de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

STUBER, Walter Douglas. A posição da CVM em relação às "poison pills" das companhias abertas. São Paulo: **Revista de direito bancário e do mercado de capitais**, 2010. v. 13, n. 47, jan./mar. p. 411-418.

WALD, Arnaldo. A obrigação de fazer oferta pública e a transferência de controle no direito brasileiro. **Revista Forense**. v. 302. Rio de Janeiro: Forense, 1988.