

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LEONARDO MARQUEZZE POZZEBON

**A ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA SOB A ÓTICA DA
TEORIA DA IGUAL OPORTUNIDADE (*EQUAL OPPORTUNITY RULE*)**

Curitiba

2023

LEONARDO MARQUEZZE POZZEBON

**A ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA SOB A ÓTICA DA
TEORIA DA IGUAL OPORTUNIDADE (*EQUAL OPPORTUNITY RULE*)**

Artigo científico apresentado ao curso de
Direito da Universidade Federal do Paraná,
à disciplina de Trabalho de Conclusão de
Curso II – TCC II.

Orientadora: Prof. Dra. Marcia Carla
Pereira Ribeiro

Curitiba

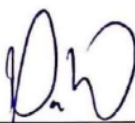
2023

TERMO DE APROVAÇÃO

A ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA SOB A ÓTICA DA TEORIA DA IGUAL OPORTUNIDADE
(EQUAL OPPORTUNITY RULE)

LEONARDO MARQUEZZE POZZEBON

Trabalho de Conclusão de Curso aprovado como
requisito parcial para obtenção de Graduação no Curso de
Direito, da Faculdade de Direito, Setor de Ciências jurídicas
da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca
examinadora:



Marcia Carla Pereira Ribeiro
Orientador

Coorientador



Luiz Daniel Hay Mussi

1º Membro



Vinicius Klein
2º Membro

Pozzebon, Leonardo Marquenze.

A alienação do controle de companhia aberta sob a ótica da teoria da igual oportunidade (*equal opportunity rule*) / Leonardo Marquenze Pozzebon; orientadora: Marcia Carla Pereira Ribeiro.

35 f.

Artigo científico apresentado ao curso de Direito da Universidade Federal do Paraná, à disciplina de Trabalho de Conclusão de Curso II – TCC II.

1. Introdução. 2. A noção de controle: bloco de controle, poder de controle, alienação de controle e prêmio de controle. 3. O ágio pago quando da alienação do controle de companhia aberta: correntes doutrinárias. 4. A teoria da igual oportunidade: a efetiva socialização do prêmio de controle. 4.1. A igualdade de tratamento entre acionistas detentores de ações da mesma classe. 4.2. O dever de lealdade do acionista controlador para com os acionistas minoritários. 5. A inclusão do artigo 254-A na Lei 6.404/76: desenvolvimento legislativo e regramento atual. 6. A obrigatoriedade da OPA *a posteriori* na alienação do controle de companhia aberta: requisitos necessários. 7. Considerações finais. 8. Referências bibliográficas. 9. Normas e regulamentos.

RESUMO

A alienação do controle de companhia aberta, bem como a obrigatoriedade da oferta pública de aquisição de ações dela decorrente, ambas previstas no artigo 254-A da Lei 6.404/76, representa um dos principais mecanismos de proteção do acionista minoritário e, por conseguinte, da atratividade do mercado de capitais. O referido dispositivo, ao assegurar que os acionistas minoritários façam jus ao recebimento de percentual do ágio pago quando da alienação das ações pertencentes ao bloco de comando, garante que todos os acionistas com direito a voto tenham acesso, ainda que parcialmente, ao valor atribuído ao controle da companhia. Assim, à luz da teoria da igual oportunidade, busca-se delimitar quais seriam os parâmetros objetivos para analisar se dada operação econômica constitui alienação do controle de companhia aberta para fins de aplicação do artigo 254-A. Como corolário, espera-se esclarecer o alcance hermenêutico do aludido dispositivo, mormente em face da complexidade das operações societárias tendentes a alterar o controle de uma companhia aberta.

ABSTRACT

The transfer of control of a publicly held company, as well as the mandatory public offer for the acquisition of shares resulting therefrom, both provided in Article 254-A of Law 6.404/76, represent one of the main mechanisms of protection for minority shareholders and, as a consequence, for capital market attractiveness. Such an Article, by ensuring that minority shareholders are entitled to receive a percentage of the premium paid upon the sale of shares that belongs to the command block, guarantees that all shareholders with voting rights have access, even if partially, to the value attributed to the company's control. Thus, in the light of the equal opportunity rule, the aim is to delimit which objective parameters would be used to analyze whether a given economic operation constitutes alienation of control of a publicly held company for the purpose of applying Article 254-A. As a corollary, it is expected to clarify the hermeneutic reach of the aforementioned Article, especially in view of the complexity of corporate operations that tend to change the control of a publicly held company.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. A NOÇÃO DE CONTROLE: BLOCO DE CONTROLE, PODER DE CONTROLE, ALIENAÇÃO DE CONTROLE E PRÊMIO DE CONTROLE.....	10
3. O ÁGIO PAGO QUANDO DA ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA: CORRENTES DOUTRINÁRIAS.....	15
4. A TEORIA DA IGUAL OPORTUNIDADE: A EFETIVA SOCIALIZAÇÃO DO PRÊMIO DE CONTROLE	16
4.1.A IGUALDADE DE TRATAMENTO ENTRE ACIONISTAS DETENTORES DE AÇÕES DA MESMA CLASSE	17
4.2.O DEVER DE LEALDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR PARA COM OS ACIONISTAS MINORITÁRIOS.....	19
5. A INCLUSÃO DO ARTIGO 254-A NA LEI 6.404/76: DESENVOLVIMENTO LEGISLATIVO E REGRAMENTO ATUAL	20
6. A OBRIGATORIEDADE DA OPA <i>A POSTERIORI</i> NA ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA: REQUISITOS NECESSÁRIOS	27
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS	30
8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	32
9. NORMAS E REGULAMENTOS	34

1. INTRODUÇÃO

Dispõe o artigo 254-A¹ da Lei 6.404/76² que 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.

Ainda, como uma alternativa aos minoritários com direito a voto, o adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle, nos termos do § 4º do aludido dispositivo.

Assim, a alienação do controle de companhia aberta, aos olhos da Lei 6.404/76, representa um negócio jurídico que, não raro, envolve o pagamento de um ágio pelas ações integrantes do bloco de controle ou pela aquisição de outros direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. Por isso, a eficácia deste negócio jurídico estará suspensa ou, alternativamente, tal negócio jurídico será resolvido, enquanto ou caso não se proceda à realização da oferta pública obrigatória de ações (OPA). Desta forma, objetiva o legislador, mediatamente, dar proteção ao acionista minoritário e, imediatamente, garantir a atratividade dos investimentos no mercado de capitais nacional.

¹ “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

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

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

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

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

² Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações.

O histórico do tratamento legislativo dado à alienação de controle de companhia aberta indica que o direito brasileiro tem adotado, atualmente, uma visão equilibrada, não apenas quanto à existência, como também acerca da extensão, da regulação dada sobre a matéria. Em consequência, a tutela dos interesses dos acionistas minoritários é mitigada em face da necessidade de incentivo às operações societárias de alienação de controle.

Contudo, o fundamento da OPA obrigatória decorrente da alienação do controle de companhia aberta não pode ser confundido com aqueles que dão azo a outros institutos previstos na Lei 6.404/76, sob pena de desvio da real finalidade que permeia o artigo 254-A, qual seja, a socialização do ágio pago quando da aquisição particular do controle de companhia aberta. Sendo assim, mostra-se imprescindível que se promova, pelas lentes da teoria da igual oportunidade (*equal opportunity rule*), a real compreensão dos fundamentos por detrás do regime imposto às cessões privadas de controle de companhia aberta.

Neste artigo, será investigada a noção de controle inserta na Lei 6.404/76, tendo em vista que o conceito de poder de controle, igualmente importante para este estudo, não deve ser confundido com o conceito de bloco de controle, distinção esta que permitirá, por sua vez, a adequada conceituação de alienação de controle de companhia aberta (Capítulo 2).

Em seguida, por meio da apresentação da teoria da igual oportunidade, serão expostos os fundamentos que, desde a década de 1960, justificavam a necessidade de que as operações de aquisição de controle, privadas ou públicas, fossem objeto de regulamentação, bem como de que modo tal teoria influenciou tanto legislações societárias estrangeiras como a Lei 6.404/76 no tocante à regulamentação da alienação de companhia aberta (Capítulo 3).

Após, serão analisados em cotejo o dever de lealdade do controlador para com os minoritários e a necessidade de tratamento igualitário aos acionistas detentores de ações da mesma classe. Destaca-se que o dever de lealdade foi, em tese, positivado no artigo 155, *caput*, da Lei 6.404/76³ para outra finalidade: assegurar a lealdade dos administradores para com a companhia. Entretanto, sua aplicação pode ser igualmente estendida ao controlador, seja por força do texto do artigo 116,

³ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...]”

parágrafo único, do mesmo diploma⁴, seja pela necessidade de tratamento igualitário aos acionistas detentores de ações da mesma classe (princípio este, por sua vez, inserido no artigo 109, § 1º, da Lei 6.404/76⁵). Assim, objetiva-se perquirir como estes institutos dialogam com a teoria da igual oportunidade, justificando a condição suspensiva ou resolutiva imposta ao negócio jurídico previsto no artigo 254-A da Lei 6.404/76 (Capítulo 4).

Isto posto, reprisando-se a construção histórico-legislativa que deu ensejo ao artigo 254-A, será analisada a obrigatoriedade da OPA *a posteriori* na alienação do controle de companhia aberta como forma de efetivação da teoria da igual oportunidade e, outrossim, de que forma ela tutela o direito dos acionistas minoritários com direito a voto de participarem do ágio pago pelas ações integrantes do bloco de controle (Capítulo 5).

Por fim, diante das escolhas legislativas que culminaram na atual redação do artigo 254-A da Lei 6.404/76, serão analisados os requisitos necessários para que dada operação econômica⁶ seja caracterizada como alienação do controle para fins de aplicação do referido dispositivo, disparando, em consequência, a obrigatoriedade da OPA *a posteriori* (Capítulo 6).

2. A NOÇÃO DE CONTROLE: BLOCO DE CONTROLE, PODER DE CONTROLE, ALIENAÇÃO DE CONTROLE E PRÊMIO DE CONTROLE

A alienação do controle de companhia aberta é um negócio jurídico que visa a transferir do alienante ao adquirente, o controle da sociedade⁷. Mister compreender, de antemão, a acepção da palavra controle na Lei 6.404/76 para que se possa, por

⁴ “Art. 116. [...] Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

⁵ “Art. 109. [...] § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.”

⁶ Salienta-se, neste íterim, que operação econômica é gênero do qual é espécie o negócio jurídico, que, por sua vez, é gênero da espécie contrato. Sendo assim, consoante será desenvolvido ao longo deste artigo, o regramento imposto pelo artigo 254-A da Lei 6.404/76 à alienação do controle de companhia aberta versa não apenas sobre um tipo contratual específico, tampouco apenas sobre um dado negócio jurídico que produza efeitos análogos à alienação do controle de companhia aberta. Em verdade, trata-se o mencionado dispositivo de ferramenta que se presta a regulamentar toda e qualquer operação econômica, formada por um ou mais contratos, que resultem em alienação do controle de companhia aberta.

⁷ Ao longo deste estudo, a expressão “alienação de controle de companhia aberta” foi, por vezes, substituída pela expressão “cessão privada de controle de companhia aberta”, sem prejuízo de exprimir o mesmo significado técnico-jurídico.

consequente, entender quando se dá essa transferência. Para tanto, é fundamental a diferenciação entre bloco de controle e poder de controle.

Bloco de controle é o bloco de ações que garante ao(s) seu(s) titular(es) a possibilidade de exercer o controle de uma companhia (PENNA, 2012) ou, ainda, o conjunto de ações que dão ao(s) seu(s) titular(es) a condição numérica de exercerem sua vontade, nas deliberações assembleares, em face dos demais acionistas. O bloco de controle é, portanto, uma universalidade de bens passível de alienação, ou uma universalidade de fato que integra o patrimônio do seu titular, que pode ser transferida a terceiros (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009).

Já o poder de controle, lado outro, é uma situação de fato, não passível de alienação. A existência de um poder de controle das sociedades anônimas, convém salientar, parte da premissa de que há uma separação entre a propriedade e o controle da companhia (BERTOLDI; PEREIRA, 2020). Nota-se, pois, que a propriedade acionária está representada por todas as ações da companhia, ao passo que o controle se restringe às ações com direito a voto. Como corolário, o poder de controle será exercido sempre que o acionista consiga preponderar, habitualmente, nas deliberações assembleares. Não é necessário, para tanto, possuir a maioria do capital votante, mas apenas parcela do capital votante que seja superior a todas as demais⁸ que exercem efetivamente o poder de deliberar.

Atento às diferentes formas que o poder de controle pode ser exercido⁹, previu o legislador que acionista controlador deve ser entendido como a pessoa, natural ou

⁸ No mercado de capitais brasileiro, caracterizado ainda por um elevado grau de concentração acionária, costuma-se encontrar, na figura do controlador, um acionista detentor de mais da metade do capital votante, em decorrência da baixa dispersão acionária da maioria das companhias.

⁹ Na obra *The modern corporation and private property*, Adolf A. Berle e Gardiner C. Means (1932) inauguram o pensamento segundo o qual é possível que o controle seja exercido por um acionista, ou grupo de acionistas, que detenha apenas uma parcela das ações da companhia, tendo em vista as diferentes formas de exercício deste poder. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho (2005), em *O poder de controle na sociedade anônimas*, analisam, em cotejo com a realidade das companhias brasileiras, essas diferentes formas de exercício do poder de controle consignadas pelos autores norte-americanos, reduzindo-as a quatro espécies principais: controle totalitário, quando nenhum acionista é excluído do poder de controle da companhia; controle majoritário, exercido pelo acionista que detém a maioria das ações com direito a voto; controle minoritário, exercido por aquele que possui menos da metade das ações com direito a voto; e controle gerencial, no qual, tamanha é a dispersão acionária, o exercício se dá pelo administradores, que votam nas assembleias com procurações outorgadas por acionistas em quantidade o suficiente para que preponderem nas deliberações. Ademais, as formas de controle ora examinadas, tidas como *interna corporis*, não representam os únicos meios de dominação sobre as sociedades anônimas: há também a possibilidade de o controle ser exercido externamente à companhia, o que ocorre quando agentes externos influenciam nas diretrizes tomadas pelas deliberações assembleares, dada à importância que possuem para a manutenção da empresa, enquanto atividade. Tal situação pode ser vista, por exemplo, nos contratos de *franchising*, em que franqueados se veem obrigados a aderirem a uma série de cláusulas rígidas para o desenvolvimento

jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que, cumulativamente: 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 usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, consoante se depreende do artigo 116, alíneas *a* e *b*, da Lei 6.404/76.

Infere-se, pois, que a posição de acionista controlador representa, muito mais do que uma situação jurídica, identificada pela titularidade dos direitos de sócio que asseguram, permanentemente, a maioria dos votos nas deliberações assembleares, verdadeira situação de fato: somente é controlador o acionista que usa tal titularidade de direitos para fazer a sua vontade preponderar em assembleia¹⁰.

Adiante, destaca-se que inexistente remissão expressa no artigo 254-A ao artigo 116, alíneas *a* e *b*, tendo optado o legislador, por meio de uma redação circular exposta no § 1º do artigo 254-A, consignar somente que se entende como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações

da atividade empresarial, ou nos contratos de *know-how*, no qual existe uma forte dependência entre o fornecedor da tecnologia e o empresário (BERTOLDI; RIBEIRO, 2020). De todo modo, por ora, importa ressaltar que o objeto do presente estudo perpassa somente as formas de controle interno à companhia, tal como o faz o artigo 254-A da Lei 6.404/76. Em verdade, sequer seria possível se falar na existência de um negócio jurídico de alienação de controle externo de uma companhia aberta, tendo em vista que um eventual controlador externo não preenche os requisitos necessários à configuração de um acionista controlador, em especial, a titularidade de direitos de sócio apta a assegurar, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, consoante prevê o artigo 116, alínea *a* da Lei 6.404/76. Por isso, reitera-se, a alienação do controle de companhia dispõe somente sobre o controle interno à sociedade.

¹⁰ A motivação do legislador para a escolha de dois requisitos cumulativos para que se identifique o acionista controlador reside na necessidade de responsabilizá-lo face ao descumprimento de determinado padrão de conduta, cuja diligência exigida é de grau mais elevado em comparação aos demais acionistas. Veja-se, por exemplo, que o parágrafo único do aludido dispositivo, menciona que o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender. Trata-se de uma responsabilização inerente à figura do controlador, da qual não compartilha o acionista minoritário. Neste ponto, mister realizar o seguinte apontamento: como será adiante explorado, parcela da doutrina costuma associar essa responsabilidade, pela qual responde apenas o controlador, como justificativa para que este se aproprie do ágio pago quando da alienação das ações pertencentes ao bloco de controle. Essa conclusão, no entanto, não se mostra adequada, haja vista que o “prêmio do controle” não pode ser visto com uma compensação pelas responsabilidades assumidas pelo acionista controlador, afinal, a extensão do ágio não se relaciona, em nada, com a adoção de um grau de maior ou menor diligência do controlador na assunção de responsabilidades enquanto tal.

e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

A ausência de remissão expressa ao artigo 116, alíneas *a* e *b*, poderia indicar uma desconexão entre o negócio jurídico de alienação do controle de companhia aberta e o conceito de acionista controlador¹¹. Porém, inobstante a *SEÇÃO IV*, relativa ao *Acionista Controlador*, visar a apuração das responsabilidades deste, nada impede a utilização dos conceitos trazidos pelo artigo 116, alíneas *a* e *b*, para que se examine o negócio jurídico da alienação do controle de companhia aberta, mesmo diante da ausência de remissão expressa no artigo 254-A ao conceito de acionista controlador do artigo 116, alíneas *a* e *b*, da Lei 6.404/76.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no âmbito de sua competência regulatória, instituída pelo mesmo artigo 254-A, § 3º, da Lei 6.404/76, ao dispor sobre a alienação do controle de companhia aberta, se utiliza do mesmo conceito trazido pelo artigo 116, alíneas *a* e *b*, da Lei 6.404/76. Da leitura do artigo 3º, inciso I, alíneas *a* e *b*, da Instrução CVM 85/2022¹², que dispõe sobre a OPA obrigatória prevista no artigo 254-A da Lei 6.404/76, percebe-se a reprodução, no conceito de acionista controlador, do próprio conceito inserto no artigo 116, alíneas *a* e *b*, da Lei 6.404/76¹³. Logo, conclui-se que, para efeitos de caracterização da OPA por alienação de controle de companhia aberta estipulada no artigo 254-A, deve-se examinar se houve

¹¹ O argumento segundo o qual o negócio jurídico de alienação do controle de companhia aberta prescinde do conceito de acionista controlador é, em teoria, reforçado pela leitura não apenas do artigo 116, como do artigo 117 da Lei 6.404/76. Isso porque o artigo 117 enumera as diferentes modalidades do exercício abusivo do poder de controle pelos quais responde o acionista controlador em caso de atos praticados com abuso de poder. Tratam-se dos dois únicos dispositivos fixados na *SEÇÃO IV*, relativa ao *Acionista Controlador*, a qual se presta a fixar os deveres e responsabilidades do controlador. Com efeito, pode-se afirmar que a definição do acionista controlador do artigo 116 busca, em essência, um olhar retroativo, objetivando apurar a responsabilidade por eventuais abusos cometidos por aquele que ocupa essa posição, dada a conclusão obtida da leitura conjunta dos artigos 116 e 117 da Lei 6.404/76. Por isso, conforme será ainda melhor explorado no Capítulo 6 deste estudo, há quem defenda que é possível haver alienação do controle, para fins do artigo 254-A, sem que seja o controle cedido por um acionista controlador conforme o conceito do artigo 116, alíneas *a* e *b*.

¹² “Art. 3º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por:

I – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

a) seja 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) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia;”

¹³ Ressalta-se que a Instrução CVM 361/2002, revogada pela Instrução CVM 85/2022, também reproduzia, no seu artigo 3º, inciso IV, alíneas *a* e *b*, o conceito do acionista controlador inserido no artigo 116, alíneas *a* e *b*, da Lei 6.404/76.

alteração na figura do acionista controlador, conforme o conceito trazido pelo artigo 116, alíneas *a* e *b*, da Lei 6.404/76.

Depreende-se, pois, que a alienação de controle de companhia aberta prevista no artigo 254-A é, em verdade, a alienação do bloco de controle de companhia aberta. Este bloco de controle pode ser constituído por ações com direito a voto de um mesmo acionista ou de um grupo de acionista unidos por acordo de voto. Ainda assim, mostra-se indispensável que o negócio jurídico descrito no artigo 254-A seja cotejado com a definição de acionista controlador trazida pelo artigo 116, alíneas *a* e *b*, da Lei 6.404/76.

Com isso em mente, pode-se afirmar que o poder de controlar uma companhia tem valor próprio, visto que as ações do bloco de controle, que permitem ao seu titular o exercício do poder de controle da companhia, possuem, reunidas, valor unitário superior ao das demais ações da mesma espécie e classe. Explica-se: a diferença entre o valor econômico das ações integrantes do bloco de controle e o que o mercado está disposto a pagar por essas ações (ágio ou sobrevalor) constitui o valor do poder de controle, dando origem ao que se convencionou chamar de “prêmio do controle” (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009).

Neste sentido, conquanto a valorização acionária exista desde o momento da formação do bloco de controle, é somente quando da transação de controle, mormente na alienação privada de controle, que se materializa a existência do prêmio do controle. Afinal, é neste momento que os potenciais adquirentes se apresentam dispostos a pagar pelas ações que compõem o chamado bloco de controle um valor superior à simples somatória do valor de mercado unitário destas mesmas ações.

Sendo assim, por prêmio do controle, entende-se o ágio pago no momento da alienação do controle de companhia aberta. Isto é, as operações de transferência onerosa do controle acionário costumam envolver a compra e venda de ações pertencentes ao bloco de controle – ou todas as ações pertencentes ao bloco de controle, ou, ao menos, ações em quantidade suficiente para garantir ao controlador adquirente a possibilidade de efetivo exercício do poder de controle. Destarte, o controle de uma sociedade, mais do que atribuir ao acionista controlador o poder de orientar os negócios sociais, representa um ativo próprio passível de alienação.

Logo, aquele que adquire o controle adquire muito mais do que a soma dos valores de mercado de cada uma das ações pertencentes ao bloco de controle, mas

sim um poder correlato à essa titularidade: o controle da sociedade. Por isso, este adquirente estará, na maior parte dos casos, disposto a pagar, por essas ações, que pertencem ao bloco de controle, um valor superior àquele que pagaria caso adquirisse as mesmas ações, porém, não pertencentes ao bloco de controle. Em outras palavras, se as ações pertencentes ao bloco de controle que foram adquiridas possuem, em conjunto, o valor de mercado de X, então o adquirente estará disposto a pagar, por elas, o valor de $X + P$, em que P seria o prêmio pago pelo controle da companhia.

Feitos estes apontamentos de ordem conceitual, passa-se à abordagem dos fundamentos, jurídicos e econômicos, que justificam a necessidade de regulação da alienação do controle de companhia aberta para fins de socialização do prêmio de controle – mormente por meio da teoria da igual oportunidade.

3. O ÁGIO PAGO QUANDO DA ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA: CORRENTES DOUTRINÁRIAS

Compreendida a noção de controle sob a égide da Lei 6.404/76, bem como de que maneira o controle poderá ser exercido no seio da companhia, sendo objeto de cessão onerosa por meio da venda das ações pertencentes ao bloco de comando, pode-se indagar a quem pertence o prêmio do controle.

Buscando responder à essa questão, diferentes correntes doutrinárias surgiram a partir da segunda metade do século XX, com origem no direito comparado, e indicaram, cada uma à sua perspectiva, qual seria a correta destinação do prêmio de controle (PRADO, 2005; PENNA, 2012). Tais correntes poderiam, inicialmente, ser agrupadas em dois grupos distintos: (i) aqueles que entendiam que o prêmio do controle pertence à companhia, devendo, assim, ser repartido de forma igualitária entre todos os acionistas, com ou sem direito a voto (ou, alternativamente, ser incorporado à companhia); e (ii) aqueles que entendiam que o prêmio do controle pertence ao próprio controlador alienante, não sendo necessária, por conseguinte, qualquer regulação sobre a matéria.

A primeira corrente doutrinária assentava-se, originalmente, na já mencionada obra *The modern corporation & private property*, de Berle e Means (1934), notadamente na separação entre a propriedade acionária e o controle da companhia. Deste modo, o controle representaria um ativo social e, como tal, pertenceria à própria sociedade, de tal sorte que, em havendo alienação do controle da companhia com o

pagamento do ágio pelo controle, este sobrevalor deveria ou ser incluído no caixa da companhia ou ser repartido igualmente entre todos acionistas (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005)¹⁴.

Em oposição ao pensamento inaugural de Berle e Means, sobrevieram críticas, provenientes da segunda corrente doutrinária, no sentido de que a necessidade de repartição do prêmio do controle seria, em verdade, prejudicial aos minoritários. Economistas de cunho liberal, como Henry G. Manne, Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel, salientavam que a imposição da repartição do prêmio de controle, por se tratar de medida legal que conduz, inexoravelmente, a uma diminuição das operações societárias de transferência de controle, dificultaria a substituição de administradores ineficientes (PENNA, 2012; PRADO, 2005).

Logo, se os acionistas minoritários saíam igualmente prejudicados, então preferível seria que o negócio jurídico de alienação do controle de companhia aberta fosse livre de qualquer forma de regulação, de tal sorte que eventuais administradores e controladores ineficientes acabariam sendo substituídos pelo mercado. Afinal, aquele que adquire o controle da companhia acredita que esta pode ser ainda mais lucrativa sob o seu comando, cenário no qual os acionistas minoritários também seriam beneficiados pelo aumento da lucratividade da sociedade.

Ocorre que, entre a tese que defendia a ilegalidade da apropriação, pelo controlador alienante, do prêmio do controle (a primeira corrente doutrinária) e aquela que sustentava o contrário (a segunda corrente doutrinária), sobreveio aquela que representa a principal teoria jurídico-econômica voltada a explicar a quem pertence o prêmio de controle: a teoria da igual oportunidade.

4. TEORIA DA IGUAL OPORTUNIDADE: A EFETIVA SOCIALIZAÇÃO DO PRÊMIO DE CONTROLE

Trata-se, a teoria da igual oportunidade (do inglês, *equal opportunity rule*), de pensamento exposto por William D. Andrews (1965), na obra *The Stockholder's Right*

¹⁴ O pensamento exposto por Berle e Means (1934), a despeito de nunca ter obtido qualquer aceitação pela doutrina especializada, tampouco ter sido positivado por alguma legislação societária nacional, mostrou-se, ainda assim, importante para fins de potencializar os estudos quanto à necessidade, ou não, de repartição do prêmio do controle, questionando-se a possível inexistência do direito do controlador alienante em apropriar-se do prêmio de controle. Neste sentido, destaca-se que a principal crítica à teoria exposta por Berle e Means residia na ideia de que o prêmio do controle deveria ser revertido ao caixa da sociedade. Questionava-se, em especial, o acréscimo injustificado ao patrimônio da companhia toda vez que houvesse a alienação do seu controle.

to Equal Opportunity in the Sale of Shares, cuja principal inovação está em justificar a regulação da alienação do controle de companhia aberta pelo viés do tratamento igualitário que devem receber todos os acionistas detentores de ações de mesma classe (4.1); além disso, a teoria da igual oportunidade deixa de consignar a ilegalidade *per se* do ágio pago quando da alienação do controle, devendo apenas este sobrevalor ser ofertado aos minoritários em consonância ao dever de lealdade do controlador em relação aos demais acionistas (4.2).

4.1. A IGUALDADE DE TRATAMENTO ENTRE ACIONISTAS DETENTORES DE AÇÕES DA MESMA CLASSE

Enquanto os primeiros estudos quanto à necessidade de socialização do prêmio de controle assentavam-se na ideia de que o controlador alienante estava tomando para si um sobrevalor que, em última análise, representaria um ativo social – isto é, estava se apropriando de algo que não lhe pertencia, mas sim à companhia, o que seria ilegal *per se* –, a teoria trazida por Andrews não obsta que o controlador alienante faça jus ao recebimento de um prêmio pela alienação do bloco de controle. Porém, coloca uma condição: deve-se dar aos acionistas com os mesmos direitos a mesma oportunidade.

Desta forma, se o controlador alienante faz jus a um prêmio relativo ao controle da companhia, igualmente o fazem os acionistas minoritários, na exata proporção de ações que possuem com direito a voto. Neste cenário, não se observa a ideia de que o controle da companhia é um ativo social (visto que não será partilhado entre todos os acionistas da companhia e, muito menos, será incorporado ao caixa da sociedade), tampouco se observa a noção de que a apropriação do ágio pago quando da alienação do controle seria ilegal *per se* (afinal, o controlador poderá fazer jus ao recebimento deste valor, seja ele qual for).

No entanto, considerando que o controlador faz jus ao prêmio de controle somente na exata proporção das ações com direito a voto que possui, deve ser oportunizado aos acionistas minoritários com direito a voto a mesma condição de acesso ao prêmio de controle. A isso, dá-se o nome de socialização do prêmio do controle, finalidade para a qual se presta a teoria da igual oportunidade.

Por isso, a teoria consignada por Andrews encontra na igualdade de tratamento entre os acionistas de mesma classe o fundamento basilar de sua

existência. Em decorrência, a socialização do ágio pago quando da aquisição do controle não seria, por exemplo, uma forma de permitir com que os minoritários se retirassem da companhia nos mesmos moldes do controlador alienante¹⁵, mas dar, apenas aos minoritários com direito a voto, acesso à devida importância econômica que possui as ações de que são titulares – acesso este que, caso inexistisse qualquer regulação das operações de alienação de controle de companhia aberta, apenas teria o controlador alienante.

Assim, se o controle possui uma importância tal que justifica o pagamento de um ágio, é porque este controle agrupa, sob a mesma titularidade, uma dada quantidade de votos nas deliberações assembleares. Nesta linha, permitir que as ações agrupadas no bloco de controle tenham o seu direito a voto valorado economicamente de uma forma superior àquelas que também possuem este mesmo direito a voto, mas não pertencem ao bloco de controle, é permitir que haja uma afronta direta ao tratamento igualitário que devem possuir os acionistas detentores de

¹⁵ A leitura do artigo 254-A como uma espécie de direito de retirada previsto em apartado na Lei 6.404/76 (diz-se “em apartado” pelo fato de não se encontrar expressamente no rol de hipóteses de direito de retirada previsto no texto legal) não demonstra ser a hermenêutica mais adequada a ser dada para o dispositivo. Isso porque parte da presunção, já criticada pela teoria liberal acerca das aquisições de controle de companhia aberta, capitaneada pelos economistas Manne, Easterbrook, Fischel e Posner, de que toda operação de alienação de controle de companhia aberta prejudicará os acionistas minoritários. Em abstrato, a tomada de decisão do investidor considera a figura do acionista controlador para fins de investimento na sociedade. Pretensamente, isso fundamentaria a existência de um direito de retirada por parte do acionista minoritário quando da alteração da alienação do controle de companhia. Veja-se que, neste contexto, parte-se de uma premissa semelhante àquela deduzida pela doutrina no tocante à socialização do prêmio de controle, qual seja, a de que se deve dar aos acionistas minoritários as mesmas condições daquelas dadas ao acionista controlador, de modo que, se este sai da companhia alienando suas ações por determinado preço, assim também poderiam fazê-lo os minoritários. Trata-se daquilo que comumente se convencionou chamar de *tag along right* ou *tag along legal* – um mecanismo inserto na legislação societária que visa reproduzir, como norma cogente, os mesmos efeitos gerados pelas cláusulas de *tag along*, frequentemente insertas em acordos de acionistas e em estatutos e contratos sociais. Todavia, se a norma inserta no artigo 254-A da Lei 6.404/76 fosse uma espécie de direito de retirada, não haveriam motivos para que a Lei 6.404/76 não incluísse, no rol das hipóteses de exercício do direito de retirada de sociedades anônimas, a alteração do acionista controlador. Em verdade, este proposital silêncio legislativo diz muito mais do que se poderia pensar: ao não abarcar a alteração do acionista controlador como um fato apto a ensejar o direito de retirada dos acionistas minoritários, a Lei 6.404/76 aduz, de maneira clara e incontroversa, que a alteração no controle acionário não é necessariamente prejudicial aos interesses dos acionistas minoritários. Com efeito, pode-se afirmar, em arremate, que a Lei 6.404/76 adota, senão a integralidade da teoria liberal acerca do prêmio de controle, ao menos a premissa de que a alteração no controle acionário não se mostra presumidamente prejudicial aos acionistas minoritários. Porém, não se pode olvidar que a teoria liberal acerca das aquisições de controle de companhia aberta, como consectário desta premissa, conclui que a alienação de controle de companhia aberta não necessita ser objeto de qualquer tipo de regulamentação legal – sentido este que se distancia, consideravelmente, da opção do legislador pátrio, que enxerga o negócio jurídico da alienação do controle como uma operação que, sem qualquer forma de regulamentação, prejudicaria os interesses dos investidores minoritários, afugentando, com isso, o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. E, vale destacar, é por isso o artigo 254-A da Lei 6.404/76 busca tutelar a necessária socialização do prêmio do controle, dando aos acionistas com direito a voto um tratamento igualitário, ainda que de modo parcial.

ações de mesma classe – princípio positivado no artigo 109, § 1º, da Lei 6.404/76, segundo o qual as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

4.2. O DEVER DE LEALDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR PARA COM OS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

Para além da igualdade de tratamento entre acionistas detentores de ações da mesma classe, a teoria da igual oportunidade também se fundamenta no dever de lealdade que possui o controlador para com os minoritários. Neste aspecto, reitera-se que o acionista controlador, conforme já exposto no Capítulo 2, tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da sociedade, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender, vide o artigo 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76. Este dever de lealdade representa, tanto para com a companhia como para com os minoritários, um princípio geral de conduta (PARENTE, 2012).

A propósito, na atividade sancionatória desempenhada pela CVM, é pacífico o entendimento segundo o qual o acionista controlador deve se abster de tomar medidas egoísticas, voltadas apenas à satisfação dos seus próprios interesses, em detrimento dos interesses dos minoritários (FRANÇA, 2010). Com efeito, inexistem razões para que o controlador, na hipótese de alienação das ações pertencentes ao bloco de controle do qual é titular, furte-se do cumprimento deste dever de lealdade, apropriando-se integralmente do ágio pago pelo controlador adquirente.

Logo, a teoria da igual oportunidade, além de assegurar o tratamento igualitário entre acionistas detentores de ações de mesma classe, garante que, quando da alienação do controle, o acionista controlador não deixe de observar deveres que são instituídos na Lei 6.404/76. Tal conclusão se justifica quer seja pela extensão do dever de lealdade expressamente previsto no artigo 155, *caput*, da Lei 6.404/76 também ao acionista controlador, e não apenas aos administradores da companhia, quer seja pela redação do artigo 116, parágrafo único, do mesmo diploma.

Por isso, a hermenêutica do artigo 254-A da Lei 6.404/76, não pode se dar de forma isolada. É preciso que sua leitura dialogue com dispositivos essenciais à disciplina legal do acionista controlador. Neste sentido, ao se permitir que o controlador disponha sobre patrimônio alheio – seja na assembleia-geral, seja no âmbito da administração da companhia – cria-se para ele, *ex vi legis*, um amplo dever de lealdade, o qual deverá igualmente ser observado quando da alienação do controle

da companhia – operação que tantas alterações pode trazer à sociedade, com significativos reflexos aos acionistas não controladores (FRANÇA, 2010).

Portanto, fixadas as premissas que fundamentam a necessidade de socialização do prêmio do controle, lançam-se as bases do racional por detrás da OPA obrigatória prevista no artigo 254-A da Lei 6.404/76, as quais compreendem a difusão da teoria da igual oportunidade. Tal teoria, vale reprimir, encontra abrigo não apenas no aludido dispositivo, como também no tratamento igualitário que devem receber todos os acionistas detentores de ações de mesma classe (artigo 109, § 1º, da Lei 6.404/76) e no dever de lealdade do acionista controlador para com os minoritários (artigo 116, parágrafo único, cumulado com o artigo 155, *caput*, da Lei 6.404/76).

Em decorrência, sendo o prêmio do controle um ativo intrínseco às ações com direito a voto e, dado o tratamento igualitário que devem possuir os acionistas de mesma classe, vide o disposto no artigo 109, § 1º, da Lei 6.404/76, a teoria da igual oportunidade aduz que o prêmio do controle deverá ser repartido apenas entre aqueles que possuem ações com direito a voto, em observância a possível dever de lealdade dos controladores em relação aos minoritários.

Deve-se compreender, agora, o porquê deste mecanismo, que opera como condição suspensiva ou resolutiva do negócio jurídico de alienação do controle de companhia aberta, ter sido o escolhido pelo legislador pátrio em detrimento de outras opções identificadas no direito comparado, que visam, igualmente, à tutela do mesmo direito: a socialização do prêmio do controle.

5. A INCLUSÃO DO ARTIGO 254-A NA LEI 6.404/76: DESENVOLVIMENTO LEGISLATIVO E REGRAMENTO ATUAL

Exposto o desenvolvimento dos estudos doutrinários quanto à necessidade, ou não, de socialização do prêmio de controle, bem como o principal fundamento que subjaz à necessidade desta socialização (teoria da igual oportunidade), passa-se à compreensão da OPA obrigatória decorrente do negócio jurídico de alienação do controle de companhia aberta e, em especial, do caminho legislativo percorrido até o regramento atual inserto no artigo 254-A da Lei 6.404/76.

De antemão, frisa-se a existência de duas OPAs na Lei 6.404/49, quais sejam, (i) a OPA voluntária para os fins de aquisição de controle mediante oferta pública

(comumente referida como OPA *a priori*, que envolve a tomada hostil de controle¹⁶), prevista no artigo 257¹⁷ e seguintes; e (ii) a OPA obrigatória decorrente da alienação do controle de companhia aberta (a qual é denominada de OPA *a posteriori*, pois ocorre após e em consequência do negócio jurídico da alienação do controle de companhia aberta), prevista no artigo 254-A. Para o presente estudo, importa apenas a OPA obrigatória ou *a posteriori*¹⁸.

A necessidade de impor alguma forma de regulação sobre a alienação do controle de companhia aberta remonta ao período de concentração das grandes instituições financeiras no país, ainda na década de 1950, em que a apropriação do prêmio do controle apresentava potencial lesivo aos interesses dos minoritários, reação que também tomou corpo em razão de processos de incorporação promovidos por bancos controladores sobre os bancos controlados¹⁹. Lembra-se que, então sob

¹⁶ A tomada hostil de controle consiste na operação por meio da qual determinado investidor adquire no mercado uma quantidade tal de ações de determinada companhia que passa exercer o seu controle, sem que haja qualquer concordância do antigo acionista controlador. Como corolário, para que essa forma de operação seja possível, mister que exista uma dispersão acionária da companhia alvo, de modo que o antigo controlador não seja detentor de mais da metade do capital votante.

¹⁷ “Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

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

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

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

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

¹⁸ Quanto à OPA prevista no artigo 257 da Lei 6.404/76, denominada de OPA *a priori*, pois ocorre antes, e com a finalidade, da aquisição do controle, importa consignar somente que se trata de uma opção diferente daquela inserta no art. 254-A da Lei 6.404/76, em que há a necessidade de contratação direta com o controlador alienante. Na aquisição de controle mediante oferta pública, somente será possível adquirir o controle de companhia sem a concordância do atual controlador em se tratando de controle minoritário, o qual, segundo a já mencionada classificação apresentada por Fabio Ulhoa Coelho e Calixto Salomão Filho (2005), é exercido por um acionista que detém menos da metade do capital votante. Portanto, para que a tomada hostil de controle seja efetivada, mais do que importante, é condição *sine que non* que se trate de uma companhia com alta dispersão acionária, a ponto de o controlador não possuir mais da metade do capital do votante. Do contrário, sem a sua concordância, não há como se adquirir o controle acionário. Neste contexto, o objetivo da regulação da aquisição de controle mediante oferta pública é proceduralizar a sua realização, estabelecendo regras que o ofertante deverá observar para que sejam dadas condições igualitárias a todos os acionistas aderentes da oferta.

¹⁹ Neste aspecto, válido reprisar como se formaram os grandes conglomerados financeiros no Brasil. O Governo Federal era o responsável pela concessão de novas licenças bancárias – as chamadas “cartas patentes” – e, na década de 1950, vinha recusando novas concessões. Deste modo, as instituições financeiras de maior porte, para expandirem no mercado, adquiriam o controle de instituições financeiras menores, interessadas, verdadeiramente, nas cartas patentes que estas possuíam, e, depois, incorporavam este banco menor. Assim, o controlador alienante recebia um ágio

a égide do Decreto-Lei 2.627/40²⁰, não existiam na legislação societária brasileira normas a respeito da alienação do controle de companhia aberta²¹ – a exemplo do que também ocorria no direito comparado²² –, tampouco acerca da figura do acionista controlador.

A situação foi alterada com a promulgação da Lei 6.404/76, em 15 de dezembro de 1976, a qual, no entanto, não foi originalmente direcionada à socialização do prêmio do controle por meio da OPA obrigatória *a posteriori* (GUERREIRO, 2009). Isso porque o Projeto de Lei original da Lei 6.404/76 sequer continha o artigo 254²³, responsável por regular a alienação do controle de companhia com a imposição obrigatória da OPA *a posteriori*.

expressivo em decorrência da venda do controle do banco, no qual estava contido todo o valor pago pelas cartas patentes, e este sobrevalor não era partilhado com os minoritários em nenhum momento: quer pela ausência de regras de socialização do prêmio do controle, quer pela troca de ações nas incorporações, visto que as cartas patentes não eram refletidas nos balanços patrimoniais destes bancos.

²⁰ Decreto-Lei nº 2.627, 40, de 26 de setembro de 1940, responsável por regular as sociedades por ações até a entrada em vigor da Lei 6.404/76.

²¹ Até a década de 1960, mesmo no direito comparado, as cessões privadas de controle de sociedades anônimas abertas não eram objeto de regulação. Havia, na celebração deste negócio jurídico, ampla liberdade às partes, sem que existissem condições, suspensivas ou resolutivas, que atingissem a sua validade, tal qual o faz atualmente o artigo 254-A da Lei 6.404/76. Inclusive, as primeiras regulações sobre o mercado acionário de aquisição de controle tinham como escopo muito mais dar transparência às ofertas públicas realizadas com o intuito de aquisição hostil de controle do que regular a cessão privada do controle. Por isso, natural que o Decreto-Lei 2.627/40 não contivesse disposições a respeito, porquanto, conforme já consignado, as aquisições hostis de controle representam institutos com difícil ocorrência no mercado de capitais nacional, haja vista que a maior parte do controle das companhias abertas é do tipo majoritário, o que inviabiliza por completo qualquer tentativa de aquisição hostil de controle.

²² Quanto à alienação de controle de companhia aberta no direito comparado, os primeiros países que passaram a regular a matéria foram Estados Unidos e Inglaterra, o que se deu, todavia, muito mais com o objetivo de dar concretude à doutrina do *full and fair disclosure* do que criar obrigações de compra no mercado secundário correlatas à aquisição do controle acionário de companhia aberta, aos moldes da OPA obrigatória do artigo 254-A da Lei 6.404/76, por exemplo. Ressalta-se que, por doutrina do *full and fair disclosure*, entende-se a ideia de se dar ampla, correta e irrestrita divulgação das informações relevantes ocorridas no seio de uma companhia. Trata-se, em verdade, de uma das primeiras disposições no direito comparado que tenham por escopo o que, hoje, se convencionou denominar de divulgação de fato relevante. Ademais, quanto à legislação norte-americana, ressalta-se a inclusão, trazida pelo *Williams Act*, de 1968, da noção de *tender offer* enquanto conjunto de regras cuja aplicação seria averiguada no caso concreto, a depender de determinadas características da operação, como, mas não somente, uma solicitação de compra de uma porcentagem substancial das ações da companhia emissora e oferecimento de um prêmio sobre o preço de mercado. Salienta-se: o *Williams Act*, de 1968, é uma Lei Federal que incluiu determinados dispositivos nos Capítulos 13 e 14 do *Securities and Exchange Act*, de 1934, legislação federal norte-americana responsável por regular o mercado secundário de ações; o mercado primário de ações é regulado pelo *Securities and Exchange Act*, de 1934.

²³ “Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários. (Revogado pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações. (Revogado pela Lei nº 9.457, de 1997)”

Inclusive, da Exposição de Motivos 196/76, referente à Lei 6.404/76, percebe-se que a maior preocupação era, como exposto, com as incorporações de instituições financeiras menores por instituições financeiras maiores, sob o argumento de que a transferência do controle, qualquer que seja o preço de negociação das ações, não acarretaria, em princípio, em agravo a direito de minoritário. Isso apenas ocorreria, segundo a Exposição de Motivos 196/76, caso a compra fosse efetuada por companhia que, na sequência, promovesse também a incorporação da controlada.

Desta forma, o Projeto de Lei original da Lei 6.404/76 era categórico ao reconhecer a realidade do poder do acionista controlador, para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participavam (nem participam) os acionistas minoritários. Seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico.

Como se nota, a Lei 6.404/76 foi instituída sob a premissa de que não há ilegalidade *per se* na apropriação do prêmio do controle, permitindo ao controlador alienante apropriar-se da integralidade do ágio pago quando da aquisição das ações pertencentes ao bloco de controle. Isto é, se o acionista controlador possui deveres e responsabilidades próprias, das quais não compartilha com os acionistas minoritários, igualmente não teria que compartilhar com estes o sobrevalor recebido no momento em que aliena as suas ações.

No entanto, com a Emenda 26, de autoria do Senador Otto Lehmann, o texto da nova legislação sobre as sociedades por ações, cuja aprovação no Senado Federal ainda estava pendente, passou a conter previsão expressa da OPA obrigatória *a posteriori* quando da alienação do controle de companhia aberta. Por isso, o Projeto de Lei encaminhado para sanção do Presidente da República já continha o artigo 254, de modo que a Lei 6.404/76, promulgada sem veto ao referido dispositivo, passou a

§ 2º Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública. (Revogado pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta. (Revogado pela Lei nº 9.457, de 1997)''

prever o tratamento igualitário aos acionistas minoritários²⁴ – regramento que vigorou no país por mais de duas décadas, até a revogação do artigo 254 pela Lei 9.457/97²⁵.

Em certa medida, a posterior revogação do artigo 254 ocorreu em decorrência de decisões políticas do Governo Federal que, à época, acelerava o processo de privatizações. Neste cenário, diante de possíveis alienações de controle de companhias abertas controladas pela Administração Pública direta, interessava a esta a viabilização econômica dessas operações por dois motivos principais: primeiro, pelo fato de que, sob a regra original do artigo 254 da Lei 6.404/76, o adquirente do controle poderia desistir do negócio em função da magnitude econômica que poderia alcançar a operação (no caso de forte aderência dos minoritários à OPA lançada *a posteriori*); e segundo, pelo fato de que, revogando-se o artigo 254 da Lei 6.404/76, a Administração Pública direta, na condição de controladora alienante, poderia apropriar-se do prêmio do controle sem ter que socializá-lo com os minoritários²⁶.

De todo modo, o período de vigência da Lei 6.404/76 sem qualquer regramento sobre a alienação do controle de companhia aberta não se prolongou muito, pois a OPA obrigatória em decorrência da alienação do controle de companhia aberta foi reinserida no direito brasileiro por meio da inclusão do artigo 254-A à Lei

²⁴ A questão do tratamento igualitário aos acionistas minoritários ensejou, à época da promulgação dessa Lei, divergência de opiniões. Enquanto parcela da doutrina afirmava que os minoritários seriam aqueles que não detinham o poder de controle, incluindo os preferencialistas sem direito a voto, a outra parcela, majoritária, entendia que a referência trazida pelo § 1º a “acionistas minoritários” dizia apenas aos acionistas com direito a voto. Ainda assim, inobstante a omissão legal, a Resolução nº 401, de 22 de dezembro de 1976, oriunda do Conselho Monetário Nacional, cuja competência regulamentar lhe incumbia à época, regulamentou que a OPA *a posteriori* seria obrigatória somente para aqueles acionistas minoritários com direito a voto, dando segurança jurídica ao impasse (JÚNIOR SANTOS, 2004).

²⁵ Lei nº 9.457, de 1997, responsável pela alteração ou revogação de dispositivos da Lei 6.404/76, dentre eles o artigo 254, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

²⁶ Neste ponto, importante ressaltar uma característica econômica da operação de aquisição de controle acionário. Por mais que a obrigação de promover a OPA *a posteriori*, ou de proceder ao pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle (no caso de aplicação atual do artigo 254-A), seja imposta ao adquirente do controle, fato é que, certamente, o alienante do controle terá, por via de consequência, acesso a um prêmio reduzido. Afinal, se o adquirente sabe que, além de adquirir o controle do alienante, terá de promover OPA *a posteriori* ou proceder ao pagamento do aludido prêmio, por certo que estará disposto a pagar, ao alienante do controle, um ágio menor do que pagaria caso soubesse que não haverá qualquer outra condição, suspensiva ou resolutive, que operasse sobre o negócio e lhe trouxesse um considerável ônus econômico. Em outras palavras, antes de ofertar o prêmio, o adquirente sopesa a necessidade de resguardar recursos para cumprir com essa condição suspensiva ou resolutive, o que, naturalmente, ele não faria caso soubesse que a eficácia do negócio já estaria garantida (situação, por exemplo, visualizada no período entre a revogação do artigo 254 pela Lei 9.457/97 e a inclusão do artigo 254-A pela Lei 10.303/01). Portanto, em suma, pode-se afirmar que, com a revogação do artigo 254 pela Lei 9.457/97, a Administração Pública direta recebeu ágios maiores do que teria na vigência artigo 254 da Lei 6.404/76.

6.404/76 pela Lei 10.303/01²⁷. Assim, ao estabelecer a OPA *a posteriori* como forma de regulamentação da alienação do controle de companhia aberta, a Lei 6.404/76 opta, atualmente, em socializar o prêmio de controle por meio da condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente realize a OPA obrigatória das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia.

Esta OPA obrigatória deverá assegurar aos minoritários com direito a voto o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle, atuando como verdadeira condição *sine qua non* para alienação do controle de companhia aberta. Tal condição, que opera sob caráter suspensivo ou resolutivo, diferentemente do que acontece nos negócios em geral, apresenta-se como elemento essencial do tipo alienação de controle de companhia aberta, haja vista ser ela que diferencia esse negócio da simples compra e venda de participação acionária (GUERREIRO, 2009). Tanto é assim que, não atendidos os requisitos do artigo 254-A da Lei 6.404/76, não há alienação de controle da companhia aberta, cuja aprovação está sujeita ao crivo da CVM, conforme prevê o artigo 254-A, § 2º, da Lei 6.404/76.

Ainda assim, como uma alternativa aos minoritários com direito a voto, o controlador adquirente poderá oferecer a estes a opção de permanecerem na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle, nos termos do § 4º artigo 254-A, o qual se convencionou chamar de prêmio de permanência. Neste ínterim, enquanto a atual redação do artigo 254-A garante apenas a socialização *parcial* do prêmio de controle, porquanto assegura o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle – o que, em última análise, permite inferir que, para a Lei 6.404/76, as ações com direito a voto não pertencentes ao bloco de comando valem 20% menos que as ações do bloco de controle²⁸ – o prêmio de permanência do § 4º do artigo 254-A, por sua vez, garante a socialização total do prêmio de controle.

²⁷ Lei nº 10.303, de 2001, responsável por alterar e acrescentar dispositivos na Lei 6.404/76 e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

²⁸ A atual redação do artigo 254-A, que assegura aos acionistas minoritários com direito a voto o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle, diverge da disciplina trazida pelo artigo 254, § 1º, na redação original da Lei 6.404/76, que garantia que a OPA obrigatória *a posteriori* fosse realizada no preço mínimo igual ao valor pago por ação integrante do bloco de comando, assegurando tratamento igualitário aos acionistas minoritários. Existem

Explica-se: com o pagamento de valor equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle, os minoritários receberão justamente o ágio pago quando da alienação do controle (na proporção de ações com direito a voto que possuem). Este valor, acrescido ao próprio valor de mercado das ações com direito a voto dos minoritários, da qual estes permanecerão como titulares, permite a socialização total do prêmio do controle²⁹.

Como corolário, o prêmio de permanência viabiliza a participação de minoritários em melhores condições do que aquelas percebidas na aderência à OPA obrigatória. Isso ao menos do ponto de vista financeiro, tendo em vista que, na prática, a operação de alienação do controle pode, não raro, provocar a perda de liquidez das ações com direito a voto de titularidade dos minoritários, fazendo com estes sejam prejudicados – também por isso a obrigatoriedade da OPA *a posteriori*. Ademais, o prêmio de permanência também traz potenciais vantagens para o controlador adquirente, permitindo que a compra do controle de uma companhia aberta seja efetuada com menos recursos, na medida em que haja adesão dos minoritários ao recebimento do prêmio de permanência.

Trata-se, portanto, a hipótese do § 4º do artigo 254-A, de uma faculdade dada ao controlador adquirente, garantindo uma diminuição do custo total da aquisição do controle sem que o prêmio de controle deixe de ser socializado. Esta faculdade não elide a obrigatoriedade da OPA *a posteriori*, visto que se trata, nos termos do § 4º do artigo 254-A, apenas de uma “opção”. Inclusive, a natureza jurídica do prêmio de participação pode ser interpretada seja como uma oferta, situação em que esta oferta

divergências doutrinárias quanto à finalidade do artigo 254-A, isto é, se tal dispositivo ainda se volta à socialização do prêmio do controle. Penna (2012) assevera que, inobstante a OPA obrigatória garantir aos acionistas minoritários com direito a voto somente o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle – e não a integralidade do valor –, ainda assim é possível afirmar que há a socialização do prêmio do controle, porém *parcial*, ou seja, limitada ao percentual de 80%. Lado outro, para Prado (2005), a Lei 6.404/76 deixou de privilegiar o tratamento igualitário aos acionistas minoritários. Isso porque a Lei 6.404/76 admite, implicitamente, que as ações do bloco de controle possuam um valor superior do que as ações dos acionistas minoritários com direito a voto, sendo, inclusive, legítima a apropriação parcial desse sobrevalor pelo controlador alienante. Logo, a Lei 6.404/76 não objetivaria, primordialmente, a socialização do prêmio do controle.

²⁹ Tal raciocínio pode ser simplificado pela fórmula $X + P = C_1$, em que X é o valor de mercado das ações com direito a voto, P é o prêmio de participação e C_1 é o montante que permanece sob titularidade do acionista minoritário com direito a voto. Nota-se que, em paralelo, o mesmo raciocínio pode ser formulado em relação ao controlador alienante, por meio da fórmula $X + P = C_2$, em que X é o valor de mercado das ações com direito a voto, P é o prêmio do controle e C_2 é o valor total recebido pelo controlador alienante quando da alienação do controle. Em síntese, o montante que permanece sob titularidade do acionista minoritário com direito a voto (C_1) corresponde ao mesmo valor total recebido pelo controlador alienante quando da alienação do controle (C_2), na proporção de ações com direito a voto que cada um possui.

deverá ser entendida como um negócio no qual não é costume a aceitação expressa, na esteira da redação do artigo 432 do Código Civil³⁰, seja como uma promessa de recompensa, na forma do artigo 854 do Código Civil³¹.

Desta maneira, evita-se um cenário no qual eventual acionista minoritário deixe de participar tanto da OPA obrigatória como do prêmio de permanência, em flagrante descumprimento à regra de socialização do prêmio do controle – função precípua do artigo 254-A da Lei 6.404/76.

6. A OBRIGATORIEDADE DA OPA A POSTERIORI NA ALIENAÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIA ABERTA: REQUISITOS NECESSÁRIOS

Diante do exposto, pode-se afirmar que a alienação do controle de companhia aberta possui três requisitos essenciais para a sua caracterização – que, uma vez preenchidos, disparam a obrigatoriedade da OPA *a posteriori* –, a saber: (i) o negócio jurídico deve versar sobre o controle de uma companhia aberta; (ii) há que provocar uma cessão do controle; e (iii) tal cessão deve ser realizada a título oneroso³².

Quanto ao primeiro requisito, não se mostra necessário tecer maiores considerações: o regramento do artigo 254-A versa somente sobre o controle de companhias abertas, ou seja, sobre o controle companhias cujos valores mobiliários de sua emissão estejam admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, na forma que dispõe o artigo 4º da Lei 6.404/76.

³⁰ “Art. 432. Se o negócio for daqueles em que não seja costume a aceitação expressa, ou o proponente a tiver dispensado, reputar-se-á concluído o contrato, não chegando a tempo a recusa.”

³¹ “Art. 854. Aquele que, por anúncios públicos, se comprometer a recompensar, ou gratificar, a quem preencha certa condição, ou desempenhe certo serviço, contrai obrigação de cumprir o prometido.”

³² Para além desses três requisitos, forçoso concluir ainda que o artigo 254-A da Lei 6.404/76 apenas possui incidência em face das aquisições derivadas de controle, quando o controle é alienado do controlador alienante ao controlador adquirente, ou seja, em um cenário onde existia um titular das ações pertencentes ao bloco de comando, que foram objeto de cessão onerosa. No caso de aquisição originária do controle, o controle forma-se integralmente nas mãos do controlador adquirente, sequer existindo a figura do controlador alienante. Trata-se, a aquisição originária do controle, da situação típica vivenciada nas aquisições hostis de controle, possível de ser realizada em companhias com controle minoritário ou gerencial (remete-se, o leitor, às possíveis formas de existência do poder de controle na companhia aberta desenvolvidas no Capítulo 2 do presente estudo). Nestes casos, o eventual adquirente do controle pode ou promover a escalada de ações em bolsa ou promover a OPA *a priori* para adquirir ações dos minoritários (remete-se, o leitor, às diferentes OPAs existentes na Lei 6.404/76 explicadas no Capítulo 5 do presente estudo) ou, ainda, celebrar acordo de voto com os demais acionistas. Enfim, seja como for, em havendo formação de um novo bloco de controle, trata-se de aquisição originária do controle, a qual, por não atrair a incidência do artigo 254-A, não obriga a realização da OPA *a posteriori*.

Ainda assim, conquanto a alienação do controle de companhia fechada (ou mesmo de qualquer outro tipo societário) não exija a realização de OPA obrigatória, permanece a possibilidade de os sócios pactuarem cláusula *tag along* no estatuto social, no contrato social ou em acordo de sócios, permitindo-se aos minoritários a saída conjunta da sociedade em caso de venda do controle. Nestes casos, a finalidade precípua da cláusula de *tag along* é, de fato, garantir aos minoritários um direito de retirada caso o controlador aliene o controle a terceiro.

Por outro lado, conforme exposto ao longo do presente estudo, a finalidade do artigo 254-A é, essencialmente, a socialização do prêmio do controle, visto que restringe o direito de se aderir à OPA obrigatória apenas aos acionistas minoritários com direito a voto e, além disso, permite que a socialização ocorra somente por meio do pagamento do prêmio de participação. Não por outro motivo que, sendo essa a finalidade do artigo 254-A, vozes autorizadas defendem que o pagamento do prêmio de participação seja uma faculdade dada ao controlador adquirente capaz, inclusive, de elidir totalmente a necessidade de realização da OPA *a posteriori* (PRADO, 2005)³³.

Já em relação ao segundo requisito, alude-se à discussão exposta no Capítulo 2, em que foi explicado o motivo pelo qual, ao se analisar uma operação de alienação do controle, mostra-se necessário fazê-lo sob o prisma do artigo 116, alíneas *a* e *b*, da Lei 6.404/76, que conceitua a figura do acionista controlador³⁴. Assim, reitera-se, é

³³ Afinal, em havendo a socialização do prêmio do controle, o ágio pago ao controlador alienante não estará sendo por este apropriado, razão pela qual não se poderia arguir que os minoritários estariam sendo prejudicados (mesmo porque, reitera-se, participariam do recebimento do prêmio do controle).

³⁴ Entretanto, o argumento segundo o qual, para fins de caracterização da alienação do controle de companhia aberta do artigo 254-A, com a obrigatoriedade da OPA *a posteriori*, não seria necessária a efetiva alteração do acionista controlador, não é de todo incongruente. No âmbito do Processo Administrativo RJ 2005/4069, o Colegiado da CVM julgou o Recurso apresentado pela Companhia Brasileira de Distribuição (CBD) contra o entendimento da área técnica da CVM que determinou a realização de OPA *a posteriori*, em decorrência de alienação de controle indireta. Destaca-se, em especial, o voto do Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, entendendo como dispensável o preenchimento do requisito previsto no artigo 116, alínea *b*, da Lei 6.404/76, o qual prevê que apenas será controlador o acionista que usa efetivamente os seus direitos de sócio para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia ("controle de fato"). Para o Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa: "Se o alienante é titular de mais da metade das ações com direito a voto da companhia aberta, mas não exerce seu direito de voto, ele não é considerado, para fins do art. 116, como acionista controlador. Nada obstante, caso ele aliene essas ações e o terceiro adquirente tenha interesse em exercer o controle da companhia, esse adquirente estará apto a exercê-lo e deveria estar disposto a pagar o mesmo prêmio de controle que pagaria a um acionista controlador propriamente dito, dado que o bloco de ações de um (acionista controlador) ou de outro (acionistas com ações suficientes para ser considerado acionista controlador, mas que não exerce o controle) concederá ao adquirente os mesmos direitos. O fato de o alienante não ser considerado acionista controlador, para fins do art. 116, "b", justificaria a não realização de oferta pública nesse caso? Creio que não." (Voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no âmbito do Processo nº 2005/4069. Disponível em: <file:///C:/Users/leopo/Downloads/4788-0%20voto.pdf>. Acesso em: 03 mai. 2023).

apenas com a alteração da pessoa que preenche os requisitos do aludido dispositivo que será possível considerar existente uma alienação do controle³⁵.

Por fim, o terceiro requisito, o da onerosidade, decorre da própria redação do artigo 254-A da Lei 6.404/76, a qual preceitua que o adquirente do controle deverá promover a OPA obrigatória em relação às ações votantes dos minoritários, assegurando-lhes o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle. Frisa-se: se a própria norma do artigo 254-A presume que houve um valor pago pelas ações do bloco de comando, é porque, caso a cessão ocorra a título gratuito, não estará caracterizada a alienação do controle prevista no mencionado dispositivo. Por conseguinte, a OPA *a posteriori* deixará de ser obrigatória, não atuando mais como condição suspensiva ou resolutiva do negócio.

Neste contexto, é possível que, em uma situação hipotética, haja uma alienação do controle que, nada obstante seja realizada a título oneroso (por exemplo: por meio de permuta), não envolva o pagamento de ágio pelas ações pertencentes ao bloco de comando. Apesar de existirem divergências doutrinárias (PENNA, 2015), mostra-se adequado o entendimento segundo o qual, em um cenário como esse, OPA *a posteriori* permanece com o seu caráter obrigatório, sobretudo nos casos em que a cessão onerosa do controle diminua a liquidez das ações da companhia³⁶.

Com efeito, tal como exposto ao longo do presente estudo, é necessário que seja dado aos acionistas minoritários com direito a voto a mesma oportunidade que teve o controlador alienante – o que apenas se mostra possível com a realização da OPA *a posteriori*³⁷. Em outros termos, quando um adquirente do controle adquire as

³⁵ Apesar de o artigo 116, alíneas *a* e *b*, da Lei 6.404/76, não exigir o efetivo uso do poder de controle para caracterizar o acionista controlador, para PENNA (2015), uma vez que este dispositivo e o artigo 254-A da Lei 6.404/76 possuem finalidade diversa, a alienação, a um terceiro, da maioria das ações votantes de uma companhia detidas por acionista que não exerça o poder de controle (o que o autor denomina de “controle potencial”) constitui, ainda assim, alienação de controle para os fins do art. 254-A, ensejando, pois, a necessidade de realização da OPA *a posteriori*. PRADO (2005), por sua vez, entende que é necessário, para configuração da alienação do controle, que este controle seja cedido pelo controlador alienante ao controlador adquirente, sendo “controlador” aquele que preenche os requisitos do artigo 116, alíneas *a* e *b*.

³⁶ Isso porque, mesmo que o valor pago ao controlador alienante por ações com direito a voto pertencente ao bloco de comando seja inferior ou igual ao seu valor de mercado, é possível que, dada a diminuição na liquidez destas ações, os minoritários com direito a voto apenas consigam vender suas ações por um valor ainda menor do que aquele que envolveu a alienação do controle. Por isso, a OPA obrigatória continua assegurando o tratamento igualitário ou, ao menos, equitativo.

³⁷ Ressalta-se que a busca pelo tratamento equitativo, aos minoritários com direito a voto, pode encontrar dificuldades na definição do preço unitário por ação que deverá ser consignado na OPA *a posteriori*. Por exemplo, em alienações de controle indireto que envolvam controladora que seja *holding*

ações com um deságio, tal movimento indica um possível problema com a companhia, o qual ainda não foi identificado pelo mercado. Assim, neste cenário, a OPA obrigatória assegura ao minoritário o mesmo tratamento atribuído ao controlador alienante. Inclusive, é por essa razão que o fundamento da obrigatoriedade da OPA *a posteriori* do artigo 254-A da Lei 6.404/76, muito mais do que socializar do prêmio do controle, é assegurar aos acionistas minoritários com direito a voto as mesmas oportunidades apresentadas ao acionista controlador (teoria da igual oportunidade).

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo 254-A da Lei 6.404/76, que dispõe sobre a alienação do controle de companhia aberta, representa, do ponto de vista de sua aplicação prática, um dos mais controversos dispositivos da referida norma. Afinal, ao se tutelar o interesse dos acionistas minoritários com direito a voto de participar do valor pago pelo direito de controlar a companhia, por meio da obrigatoriedade da OPA *a posteriori*, ou do pagamento do prêmio de participação, cria-se um cenário de dificuldade para o adquirente do controle: caso opte por adquirir o controle de uma companhia aberta, deverá estender a oferta feita ao controlador alienante também aos acionistas minoritários com direito a voto (ou pagar-lhes o prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle).

Neste cenário, os custos da operação tendem a se alterar drasticamente. Seja porque terá de proceder à realização da OPA *a posteriori*, seja porque terá de pagar o prêmio de participação aos minoritários, a consequência será a mesma: o adquirente do controle oferecerá ao acionista majoritário um ágio menor do aquele que seria oferecido caso não houvesse necessidade de realização de OPA *a posteriori* ou de pagamento de prêmio de participação. Logo, em última análise, quem suporta o maior encargo decorrente do regramento do artigo 254-A não é o adquirente do controle, mas o acionista majoritário, posto que aquele repassa a este os custos da operação.

Logo, diante deste possível aumento nos custos da operação, potencializam-se as controvérsias quanto à aplicabilidade do artigo 254-A. Quando a caracterização

operacional (ou seja, que além de possuir participação acionária na controlada, exerce atividade própria), ou mesmo que seja *holding* pura (isto é, que apenas detém investimentos em outras sociedades), mostra-se complexa a definição do preço a ser pago pelas ações dos acionistas minoritários, com direito de voto, da companhia controlada cujo controle foi cedido.

da alienação do controle de companhia aberta for clara e evidente, a aplicação do artigo 254-A igualmente o é, de modo que o adquirente do controle tende a, espontaneamente, proceder à realização da OPA obrigatória. Entretanto, quando a caracterização da alienação do controle de uma companhia aberta não se mostra trivial, criam-se divergências entre o controlador adquirente e os acionistas minoritários com direito a voto: estes alegando a caracterização da alienação do controle de companhia aberta; aquele, a sua não ocorrência.

Não por outra razão que, reitera-se, a Lei 6.404/76 traz uma definição circular (em que a proposição inicial é igual à sua conclusão) do que consiste a “alienação do controle”, asseverando, na forma do § 1º do artigo 254-A, que se entende como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

Destarte, ocorrendo transferência de valores mobiliários conversíveis em ações (uma das situações previstas no § 1º do artigo 254-A), tal operação apenas caracterizará uma alienação de controle se resultar em uma efetiva alienação de controle. O mesmo vale para uma compra e venda de participação acionária, que, caso não resulte em alienação do controle, será apenas uma compra e venda de participação acionária, e para qualquer outra operação do § 1º do artigo 254-A.

Trata-se de uma definição elementar, mas cuja razão de ser se encontra no objetivo traçado pelo legislador: caracterizar a alienação do controle como uma operação finalística, de tal sorte que apenas configura alienação do controle a operação que, no caso concreto, altera efetivamente o controle da companhia. E mais: buscou ainda o legislador garantir uma acepção ampla ao regramento do artigo 254-A, porquanto não limitou a alienação de controle apenas à transferência de ações do bloco de comando da própria companhia objeto.

Sendo assim, mesmo que a cessão do controle ocorra por meio da transferência de outros valores mobiliários ou direitos que venham a se converter em ações, ainda assim estará caracterizado o negócio jurídico do artigo 254-A da Lei 6.404/76. Com isso, abre-se margem a possíveis discussões acerca de uma alienação

de controle em potencial, em que a transferência efetiva do controle fica condicionada a evento futuro e incerto.

Ademais, ao dispor sobre a transferência do controle de modo indireto, ampliam-se as possibilidades pelas quais a alienação de controle pode ser estruturada – o que, em última análise, faz com que o negócio típico de alienação de controle não esteja atrelado a uma forma específica. Por isso, salienta-se: a caracterização da alienação do controle requer um exame finalístico, obrigando que seja analisada a essência do negócio. Por meio dessa definição ampla, que abarca diferentes formas pelas quais o controle pode ser alienado onerosamente, evita-se que o controlador alienante se aproprie do ágio pago pelas ações do bloco de comando por simplesmente não serem caracterizados os requisitos do artigo 254-A da Lei 6.404/76.

Logo, o artigo 254-A não visa a criar operações específicas que se enquadram como alienação do controle. Em verdade, o referido dispositivo busca indicar que toda e qualquer operação, seja ela qual for, que permita alienar o controle da companhia aberta, por meio de cessão onerosa, alterando efetivamente o controlador da sociedade, será considerada alienação do controle de companhia aberta para fins de aplicação do artigo 254-A. Porém, esse exame finalístico, que existe para se definir a existência ou não de uma alienação do controle, será incompleto caso permaneça pendente a análise da real finalidade da OPA *a posteriori*: assegurar o tratamento igualitário, ou ao menos equitativo, aos acionistas minoritários com direito a voto.

Por isso, o estudo da alienação do controle de companhia aberta sob o viés da teoria da igual oportunidade permite que, diante dos casos concretos, sejam traçados parâmetros mais objetivos para definir se terá ou não de ser efetuada a OPA *a posteriori* pelo controlador adquirente. Afinal, ao se concluir que a principal finalidade do artigo 254-A é garantir aos minoritários com direito a voto o acesso às mesmas oportunidades que possui o acionista controlador, passa-se, o instituto da OPA obrigatória *a posteriori*, a ser visto como mecanismo efetivo de socialização do prêmio do controle, ainda que parcial, e não como um implícito direito de retirada.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDREWS, William D. The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares. *Harvard Law Review*, Vol. 78, No. 3, Jan/1965, p. 505-563. Published by: The Harvard Law Review Association.

BERLE, A. A; MEANS, G. C. *The Modern Corporation and Private Property*. Review by: H. A. Shannon Economica. In: New Series, Vol. 1, No. 2 (May, 1934), p. 247-250.

BERTOLDI, Marcelo M., RIBEIRO, Marcia Carla P. *Curso Avançado de Direito Comercial*. 11ª ed. rev., atual., ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4, tomo II.

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

FRANÇA, Erasmo Valladão. Dever de lealdade do acionista controlador por ocasião da alienação do controle: dever de maximização do valor das ações dos acionistas não controladores interpretação de estatuto de companhia aberta possibilidade de cumulação de OPAs. *Revista de Direito Mercantil*, n. 158, 2011, p. 251-266.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima. Reorganização Societária. Alienação de Ações. Alienação de Controle Direta e Indireta: Inocorrência. Inaplicabilidade do Art. 254-A da Lei Das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 45, Jul/2009, p. 207.

LOBO, Jorge. *Interpretação realista da alienação de controle de companhia aberta*. Revista da EMERJ, v.4, n.15, 2001.

JÚNIOR SANTOS, Ricardo dos. *Tag Along: Mecanismo de proteção aos acionistas minoritários e de sustentação do mercado de capitais*. Revista de Informação Legislativa. Brasília, n. 164, out./dez. 2004.

PARENTE, Norma Jonsen. O dever de lealdade do administrador e a oportunidade comercial. In: *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 919.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Estrutura da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v.1.

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

PENNA, Paulo Eduardo. Alienação de Controle de Companhia Aberta. out./2015. In: COELHO, Fabio Ulhoa (coord). *Tratado de Direito Comercial: Relações Societárias e Mercado de Capitais*. Vol. 4. São Paulo: Saraiva, 2015.

PENNA, Eduardo. Preço das Ações na Oferta Pública por Alienação de Controle de Companhia Aberta. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Volume III. Rio de Janeiro. Lumen Juris, 2018.

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

9. NORMAS E REGULAMENTOS

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos nº 196*, de 24 de junho de 1976. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2023.

BRASIL, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*: Seção 1. 17 dez. 1976, Página 1 (Publicação Original). Proposição Originária: PL 2559/1976.

BRASIL, Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*: Seção 1. 6 mai. 1997, Página 9009 (Publicação Original) Proposição Originária: PL 622/1995.

BRASIL, Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*: Seção 1. 1/11/2001, Página 4 (Publicação Original). *Diário Oficial da União* - Seção 1 - 1/11/2001, Página 84 (Veto). Proposição Originária: PL 3115/1997.

Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 361, de 05 de março de 2002, conforme alterada. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst361consolidsemmarcas.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2023.

Resolução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 85, de 31 de março de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol085.pdf>. Acesso em: 05 jun. 2023.

Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20%2003.10.2017%20%28Sancoes%20pecuniarias%202019%29.pdf>. Acesso em: 16 jun. 2023.