

"OPAs" por alienação e aquisição de controle no direito brasileiro:

o sistema da Lei das S.A. à luz da casuística e julgados da CVM

*Henrique Cunha Barbosa¹
Clarice Souza Martins²*

1. Introdução

O crescimento experimentado pelo mercado de capitais brasileiro após o *boom* de liquidez da primeira década do milênio tornou premente a ampliação do debate acerca da regulação e efeitos da alteração do controle das companhias abertas nacionais, especialmente diante da migração paulatina do sistema para um modelo "semi-concentrado" – quando não minoritário ou diluído – de dominação acionária, equacionando assim as hipóteses de alienação e aquisição do controle, cujas operações sofreram similar difusão no período.

Mas se por um lado as mudanças identificadas ao longo da última década e meia provocaram considerável aumento dos casos submetidos à análise da CVM acerca da matéria, por outro as perguntas surgidas e respostas apresentadas fizeram com que os julgados da autarquia merecessem acalorada discussão doutrinária.

Nesse sentido, a intenção deste breve estudo é fundamentalmente a de filtrar as diversas leituras e cenários até aqui postos, induzindo talvez o "repensar" das estruturas adotadas e reconhecendo assim, na esteira da contemporânea lição de COMPARATO, que "*a regulação do poder de controle, em qualquer campo da vida social, encontra-se em fase de acelerada mutação, o que nos leva a rever, sem cessar, as construções jurídicas laboriosamente levantadas para enfrentar o problema.*"³

Por se tratar de um assunto cercado de controvérsias, naturalmente que não se pretende solucionar as polêmicas, senão apenas contribuir para o in-

¹ Doutor em Direito Comercial pela USP. Coordenador e Professor do LL.M do IBMEC. Professor do Pós-graduação da FGV/RJ. Diretor do IBRADEMP. Sócio do Barbosa & Barbosa Advogados.

² LL.M em Direito Empresarial pelo IBMEC.

³ COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005, prefácio do autor.

cremento do debate, mediante a análise comparativa e crítico-descritiva das principais operações trazidas ao mercado.

Considerando que a complexidade do tema e a limitação de espaço inviabilizam o aprofundamento em conceitos basilares inerentes ao tema – e dada inclusive a natureza desta obra coletiva – optar-se-á doravante pelo apontamento meramente sintético dos institutos fundamentais, voltando o foco para o exame prático da questão.

Nesse contexto, após a contextualização da figura do controle à temática ora abordada, o terceiro e principal capítulo concentrará a análise das operações de alienação e aquisição de controle, em suas diversas tipologias e estruturas praticadas no país nos tempos recentes, sem perder de mira os negócios de incorporação e incorporação de ações, os quais tangenciam e temperam a contenda, traçando um paralelo entre o posicionamento adotado pelo colegiado da CVM e as teses doutrinárias desenvolvidas, na busca assim de uma melhor compreensão quanto aos institutos das OPA obrigatória e voluntária dispostas na lei e, daí, dos pontos sensíveis que lhes são inerentes.

2. As diversas faces do controle no direito brasileiro

Não é novidade que o controle societário é uma situação de fato, definida mediante o exercício do voto proferido em sede de assembleia geral.

Para fins deste estudo, no entanto, interessa abordar especificamente algumas das diversas configurações do chamado controle interno, o que se revela essencial para a melhor compreensão da problemática submetida à apreciação da CVM, mormente quanto à verificação da transferência de titularidade deste poder de comando nas companhias abertas nacionais e, via de consequência, dos efeitos e/ou requisitos exigidos ou decorrentes.

Como sabido, o acionista controlador foi pioneiramente definido pelo art. 116 da Lei 6.404/76 (Lei das S.A.) como “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 sócios 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”.

Paralelamente, o artigo 243, §2º da LSA carimbou como “controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos seus administradores”, pressupondo o controle exercido pelas pessoas jurídicas postas na parte superior da cadeia corporativa.

Por conseguinte, o regime do anonimato brasileiro identifica o acionista controlador pela conjugação de uma série de elementos, quais sejam: (i) o

vínculo associativo e direito de voto (“é titular de direitos de sócio”); (ii) a aptidão constante (não eventual) de predomínio volitivo na condução dos negócios da sociedade (“*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 (iii) salvo na exceção do art. 243, §2º, a materialização via uso efetivo de seu poder de decisão para ditar os rumos da companhia (“uso efetivo desse poder de orientação das atividades da companhia”).

Decompondo este conceito, na esteira da clássica obra de BERLE e MEANS (“*The Modern Corporation and Private Property*”), COMPARATO transpôs então ao sistema nacional a divisão do controle *interna corporis* em totalitário⁴, majoritário, minoritário ou gerencial.⁵ * *

Dentre estas, as que interessam ao escopo deste texto são basicamente as versões majoritária e minoritária do controle. O primeiro (controle majoritário), fundado na titularidade da maioria das ações com direito a voto, permitindo a seu titular fazer prevalecer sua vontade de modo incólume sobre a dos demais acionistas e reger assim os rumos do empreendimento. O segundo (controle minoritário), materializado quando um acionista ou um grupo de acionistas detém parcela inferior à metade das ações votantes mas, apesar disso, possui representatividade suficiente para dirigir a atividade e os órgãos sociais da companhia, seja em razão da maior pulverização do capital, seja pelo absentismo decorrente desta dispersão acionária.

É na linha de distinção entre estas variações que assenta uma das grandes questões envolvidas à matéria, representada pela disputa sobre a incidência ou não da OPA do art 254-A no contexto de um controle não majoritário e, daí, da extensão da definição de controle posta no art. 116 que, como dito, delimita concretamente o “acionista controlador”, e não um conceito amplo de “poder de controle”, como comumente se parece confundir. Mas isto será melhor depreendido no capítulo seguintes.

⁴ Essa permanência sempre foi motivo de dilema, servindo por vezes como referência a Resolução 491/76 do BACEN, que fundamentava o controle pela preponderância nas três últimas assembleias gerais da companhia.

⁵ O controle totalitário é identificado quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação da sociedade, quer trate de sociedade unipessoal, quer se esteja diante de uma companhia com controle totalitário conjunto, como em grande parte das sociedades familiares. As decisões por unanimidade são características desse tipo de controle.

⁶ O controle gerencial se apresenta como representação máxima da dissociação entre a propriedade acionária e poder de controle, identificado nos casos em que, por haver “extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial de fato, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação” (COMPARATO, F. K., op. Cit., p. 71).

⁷ COMPARATO, F. K., op. cit. p. 52

⁸ A par destas espécies societárias típicas, contudo, o sistema nacional traz em seu bojo uma gama de outras definições de controle, seja para efeito contábil – na esteira, v.g. das regras de IFRS e dos CPCs 15 e 36 – ou de análise e balizamento concorrencial – conforme Lei n. 12.529/11 e Resolução n. 02 CADE – o que só faz aumentar o grau de complexidade da material

3. Ofertas públicas (OPAs) por aquisição e alienação do controle acionário de companhias abertas

Antes de adentrar a análise dos casos propriamente ditos, importa abordar algumas das principais questões enfrentadas por doutrina e CVM, no que tange à transferência da titularidade do controle das companhias abertas brasileiras.

Conforme apontado, a verificação do efetivo exercício do controle por um determinado acionista (ou conjunto de acionistas) está condicionada à cumulação de uma série de fatores. E é justamente este o ponto nevrálgico dos casos analisados, motivo pelo qual a correta identificação e distinção entre as figuras do *controle acionário efetivamente existente e exercido* nas companhias – delimitado especialmente pela regra do art. 116 – e do *poder de controle potencial* daquelas mesmas sociedades, é absolutamente indispensável para que se possa alcançar a compreensão tanto daquilo que se pode concretamente identificar como um efetivo negócio de *alienação de controle* – e que enseja portanto a oferta pública compulsória, facultado o exercício do *tag along* pelos minoritários – distinguindo-o enfim de operações que, ainda que envolvam partes – ou mesmo a integralidade – da posição participativa detida por um alienante que, naquele dado momento exerce o controle da companhia, não garanta com absoluta e inabalável convicção que, em decorrência automática da troca de posição acionária, o adquirente o sucederá na posição de comando social.

A mesma preocupação vale para os negócios de *aquisição de controle* mediante oferta pública voluntária, se bem que aqui a celeuma não assente propriamente na delimitação da hipótese e no disparo da OPA, mas nas consequências potencialmente geradas e na cumulatividade ou não desta modalidade com as OPAs de *tag along* legais e/ou estatutárias.

De um lado, a OPA por alienação de controle – que materializa o dito *tag along* – está prevista no §1º do art. 254-A da LSA, com a seguinte redação:

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.

Conforme se demonstrará da incursão casuística a seguir, a estruturação do dispositivo legal foi tida por muitos como “circular” e insuficiente, dando azo à tentativa de complementação disposta no art. 29 da ICVM 361/2002.⁹ E aqui utiliza-se o termo “tentativa” justamente porque a redação do aludido dispositivo terminou por ensejar discussões ainda maiores em torno da celeuma pré-existente, como por exemplo quanto à identificação do que – ou de quem – seria de fato um “terceiro” adquirente, além da referência expressa ao art. 116 da LSA, como se o mesmo tipificasse o conceito de *poder de controle*, e não apenas delimitasse a figura do acionista controlador faticamente identificado.

Como se verá, parte da doutrina¹⁰ rechaça a necessidade de que o adquirente seja um terceiro para que isso implique na obrigatoriedade da OPA de *tag along*. Lado outro, há entendimentos reiterados no sentido de que a alínea “b” do art. 116 da LSA somente pode ser aplicada para fins de responsabilização do acionista controlador (art. 117), não abraçando o disparo da OPA do art. 254-A da Lei das S.A. Sintetizando a controvérsia, a própria CVM assim já se manifestou, no âmbito do Processo CVM nº RJ 2005/4069:

“28. Analisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. o art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal (...). Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. ele pretende conferir a possibilidade de uma “compensação” à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (...). Essa conclusão é reforçada em razão de o §1º do art. 254-A procurou definir o que se entende por ‘alienação de controle’ para aplicação do disposto no caput. nessa definição, não se utilizou de qualquer expressão que indique que, para fins do art. 254-A, o controle está relacionado com o seu exercício. o §1º apenas vinculou a alienação de controle à transferência de valores mobiliários, indicando que está preocupado apenas com o requi-

⁹ 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. (...)

§4º Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76.

¹⁰ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 300.

sito do art. 116, 'a' (...). Não há, portanto, referência à necessidade do exercício efetivo do poder, exigindo, tão somente, a propriedade dos valores mobiliários que permitiriam esse exercício. 31. Isso nos leva a perguntar se faria sentido excluir o exercício do controle como requisito para a necessidade de oferta pública. Parece-me que sim, por um argumento simples: se, na alienação de controle, alienante deve entregar algo (controle) e o adquirente deve receber esse mesmo algo, e, dado que não há obrigação de o titular de mais de 50% das ações com direito a voto exercer o controle, a verificação da aquisição de controle – que obrigaria o adquirente a realizar oferta pública – só poderia ser verificada posteriormente à transferência dos valores mobiliários, se e quando o adquirente passasse a exercer o controle”.

Noutro giro, o negócio de aquisição do controle – igualmente sujeito à OPA, porém por fundamentos diversos – está regulamentado no art. 257 da Lei, nos seguintes termos:

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.

Ocorre que, por mais que a distinção originária do gatilho motivador das duas espécies de oferta pública (OPA) seja clara – enquanto que a do art. 254-A decorre da alienação do controle, a do art. 257 se dá em busca da obtenção daquele – o que se percebe é que, em ambos os casos o legislador foi omissivo quanto à definição de um percentual mínimo de participação acionária para fins de lançamento das OPA, limitando as hipóteses tão somente ao uso daquele conceito referencial (“controle”), o que acaba por dar azo à ventilada interpretação no sentido de que o conceito do art. 116 bastaria para todos os cenários, conclusão no mínimo duvidosa e semeadora de insegurança jurídica.

Não bastasse isso, há que se atentar ainda para a possibilidade de alteração da estrutura do controle mediante operações de incorporação de

ações, que apesar de se diferenciar das demais tanto quanto a procedimento quanto a objetivos, figura como alvo do debate em relação à aplicabilidade da OPA do art. 254-A, pelo fato de, ao fim e ao cabo, redundar não raro no surgimento de um novo controlador. A questão aqui é saber se essa modificação pode ou não ser capitulada como fruto de uma alienação daquela posição de mando.

Isto posto, passa-se agora ao exame de algumas relevantes operações de alteração do controle acionário e à análise dos respectivos casos julgados pela CVM, a fim de melhor ilustrar a problemática fática inerente ao tema.

3.1 Transferência do controle minoritário

fonte de grande polêmica, o controle minoritário é reconhecido de forma implícita pela Lei das S.A, devido ao fato de a lei não prever um percentual mínimo de negociação das ações com direito a voto como requisito caracterizador do acionista controlador.

Entretanto, diversos são os argumentos que sustentam o não reconhecimento da transferência do controle minoritário como circunstância ensejadora da OPA do art. 254-A da LSA, mormente por defenderem que esta forma de controle somente se manifesta diante de um contexto fático específico e quiçá transitório, não sendo possível, após a alternância das posições, garantir ao adquirente a manutenção da estabilidade e permanência exigidas pelo art. 116 para configuração do acionista controlador efetivo.

Mas este tema está longe de ser sereno. Exemplo disso é que, enquanto no “Caso TIM” a CVM entendeu que a alienação do controle minoritário não seria o suficiente para ensejar a obrigatoriedade da oferta pública *a posteriori*, ao analisar o pedido de fechamento de capital feito pela “LAH”, controladora minoritária – frise-se, autointitulada – da “BHG”, a autarquia reconheceu a legitimidade desta categoria de controle para fins da OPA para cancelamento de registro, prevista no art. 4º da LSA.

3.1.1 Caso TIM: alienação de controle minoritário indireto

em 2009 a CVM teve a oportunidade de se manifestar sobre a necessidade de realização de oferta pública em caso de alienação do controle minoritário, no julgamento do notório “Caso TIM”.

Em suma, após uma sequência de operações, a Telco¹¹ terminou por incorporar a Olimpia – que à época detinha 17,99% do capital da Telecom

¹¹ O contrato de *Co-Investment Agreement* firmado entre Assicurazioni General S.p.A, Intesa Sanpaolo S.p.A, Mediobanca S.p.A, Telefónica S.A., Sintonia S.A., que detinham participação em comum na Telco, foi o verdadeiro precursor de todas as operações inerentes à incorporação da Olimpia e aquisição de mais 5,6% da Telecom Italia.

Italia¹² e, paralelamente a isso, por meio de contribuição de capital adicional, passou a deter mais 5,6% do capital da Telecom Italia.

Tal mudança na estrutura de participações foi determinante para fundamentar o pedido de obrigatoriedade de realização da OPA *a posteriori* feito pelos acionistas minoritários¹³ da TIM Participações no Brasil, por considerarem que, mesmo tendo sido realizada na Itália, a operação concluída implicou igualmente na alienação indireta do controle da companhia brasileira.

A decisão da SER/CVM concluiu que a Telco, ao tornar-se proprietária de 24,5% das ações ordinárias da Telecom Italia, de fato terminou por adquirir o controle indireto da TIM Participações e, com isso, determinou a realização de OPA das ações da companhia.

No entanto, ao julgar o recurso interposto pela Telco – e embora o reconhecimento da possibilidade de alienação do controle indireto fosse inconteste –, por maioria o Colegiado entendeu pela inexigibilidade da OPA do art. 254-A. Curiosamente, contudo, tal se deu com base em votos fundamentados em raciocínios absolutamente distintos, mas que ao final se somaram para reformar a decisão da área técnica (SRE).

A Presidente Maria Helena entendeu que a lei aplicável ao caso seria a italiana, afirmando assim a inaplicabilidade da lei nacional e, via de consequência, do art. 254-A ao caso. Por conseguinte, o Diretor Eli Loria reconheceu ser sim possível a configuração do controle minoritário, mas frisou que o mesmo somente seria levado em conta para efeitos dos art. 116 e 117 da LSA (responsabilidade do acionista controlador). Finalmente, o Diretor Otavio Yazbek considerou que, ao menos naquele caso em específico, não se encontrava verificada a obrigatoriedade da oferta pública por alienação do controle minoritário, eis que, de uma análise casuística concreta das últimas 5 (cinco) assembleias da companhia italiana, não se podia concluir pela “permanência” do controle exercido pela Olimpia sobre a Telecom Italia.

Conforme dito, contudo, apesar de ter afastado a obrigatoriedade da OPA *a posteriori*, a decisão da CVM não foi capaz de consolidar um entendimento sobre o tema.

¹² Para uma melhor compreensão, vejamos: a Telecom Italia era detentora de 100% do capital da Telecom Italia International N.V, sendo esta detentora de 100% do capital da Tim Brasil Serviços e Participações S.A. (Tim Brasil), por fim, a Tim Brasil era titular de 81,24% das ações da TIM Participações S.A, sendo que esta última detinha 100% das companhias brasileiras TIM Celular S.A e TIM Nordeste S.A.)

¹³ O Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/14344 foi protocolado na CVM pelos seguintes acionistas minoritários da TIM Participações: JGP Hedge Fundo de Investimento Multimercado, Gávea Brasil Fundo de Investimento Multimercado, Hedging-Griffo Verde Equity Master Fundo de Investimento Multimercado, HG Verde Master Fundo de Investimento Multimercado, HG Top Fundo de Investimento Multimercado, HG Top 30 – Fundo de Investimento Financeiro, HG Star Fundo de Investimento Multimercado e HG Carteira Administrada Real Fundo de Investimento Financeiro.

3.1.2 Caso BHG: OPA para cancelamento de registro por “controlador minoritário”

Em 2015 a CVM teve nova oportunidade de se manifestar quanto ao reconhecimento do controle minoritário e suas consequências, quando a Latin America Hotels (LAH), detentora de 29,51% do capital social votante da Brazil Hospitality Group (BHG S.A.) apresentou requerimento de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro (art. 4º LSA), com a consequente retirada da empresa BHG da listagem do Novo Mercado.¹⁴

Na ocasião, a CVM deferiu o pedido, fundamentando-se no §4º do art. 4º da Lei das S.A. e na ICVM 361/02, acompanhando o entendimento da área técnica, consubstanciado no Memorando da SRE.¹⁵

Entretanto, ao reconhecer a existência de um controlador minoritário que efetivamente exercia o controle da companhia, a CVM ressaltou que se tratava de uma análise casuística e que, portanto, não significaria com isso que todo e qualquer minoritário passaria a figurar como legítimo para fins de requerimento da OPA de fechamento do capital.

Nesse sentido, a manifestação da SRE considerou configurado o controle, mesmo que a LAH não fosse detentora do controle majoritário, pontuando que “em ambos os dispositivos [art. 116 da LSA, e o art. 3º, IV, da ICVM 361] a definição de acionista controlador de uma companhia não depende de que o mesmo seja titular de um percentual mínimo de ações com direito de voto, como 50% mais uma ação (...)”¹⁶

Tal definição levou em consideração outras peculiaridades concernentes ao caso tais como: (i) a LAH se autodeclarava controladora no formulário de referência e em momento algum foi contestada pelos demais acionistas; (ii) o Conselho de Administração era formado em sua maioria por conselheiros indicados pela acionista; (iii) a própria Bovespa identificava a LAH como controladora e, por fim, a LAH obteve a maioria absoluta dos votos nas cinco penúltimas assembleias.

Todos estes elementos caracterizavam destarte o poder de mando da acionista minoritária que, ao requerer a realização de OPA para fechamento do capital, obteve assim decisão favorável ao seu pedido, tendo sido considerada controladora e parte legítima para tais fins.

Em contrapartida, ao rechaçar a ideia de que o conceito de acionista controlador está vinculado à propriedade da maioria do capital votante – ou seja, 50% mais uma das ações com direito a voto –, a CVM parece demonstrar suficiente contradição com o entendimento firmado no julgamento do “Caso TIM” dantes exposto, o que corrobora a insegurança jurídica envolta ao tema.

¹⁴ Processo CVM. RJ 2014/10023

¹⁵ Disponível em http://www.cvm.gov.br/decisoes/2015/20150324_R1.html

¹⁶ Processo CVM nº RJ-2014-10023

Nessa esteira, a partir da decisão proferida pela CVM no caso de fechamento do capital da BHG é possível questionar se esse mesmo reconhecimento da LAH como acionista controladora serviria para fins de obrigatoriedade da OPA de *tag along*, acaso se estivesse diante de uma situação de venda da participação detida pela controladora minoritária.

Mesmo tratando de situação hipotética, é interessante notar que há sim uma resistência quanto à ideia de reconhecimento da alienação do controle minoritário como ensejador da OPA *a posteriori*, mas que, no fim do dia, tal situação pode sim vir a ocorrer, principalmente em ambientes de dispersão acionária, a depender dos humores do colegiado acionário e “circunstâncias fáticas” apresentadas no pós alienação da participação pelo antigo controlador.

3.2. Transferência de ações integrantes do bloco de controle

da mesma forma que nos casos de alienação do controle minoritário, a alienação de uma parcela das ações que compõem o bloco de controle também se mostra bastante polêmica no que tange a verificação da obrigatoriedade de realização da OPA do art. 254-A. Dentre outras coisas, esses casos envolvem a discussão sobre a necessidade de um “novo” acionista controlador e, como já ventilado, se haveria ou não a necessidade de que o adquirente figure como um efetivo “terceiro” em relação ao bloco de controle preexistente - ou quiçá à própria companhia -, ou seja, alguém que ainda não detenha participação na sociedade alvo da alienação do *share* de controle.

E daí, como se verá, derivam temas como a “consolidação do controle”, mediante a venda ou cessão de ações entre os próprios integrantes do bloco, inclusive em situações nas quais há troca do acionista componente do bloco de controle, desaguando via de regra na pergunta de se tais transações ensejam ou não a OPA de *tag along* (art. 254-A).

3.2.1. Caso Usiminas: alienação de parcela do bloco de controle

O “Caso Usiminas”¹⁷ teve início ainda em 2011, quando o controle acionário da companhia se encontrava nas mãos do Bloco de Controle composto pelo Grupo Nippon (detentor de 27,76% do capital votante total), Grupo V/C (com participação de 25,97% do capital votante total) e a Caixa dos Empregados da Usiminas (com 10,13% do capital votante total).

Após uma série de operações, mas especialmente em decorrência da venda da participação do Grupo V/C ao Grupo Ternium/Techint (Grupo T/T), tal configuração passou a estruturar-se da seguinte forma: Grupo Ni-

¹⁷ Processo RJ2011-13706

ppon (agora com 29,45%), Grupo T/T (com 27,66%) e CEU (com apenas 6,75%, após ter negociado parcela de sua participação com os dois outros grupos anteriormente citados).

Em decorrência da venda de parte do bloco de controle pelo Grupo V/C ao Grupo T/T, portanto, teve início a disputa submetida à decisão pela CVM para fins de aplicabilidade da OPA de *tag along*, na qual a CSN e o DIPLIC (Fundo de Investimento Multimercado) pleiteavam a reforma da decisão da SRE, para que fosse determinada então a obrigatoriedade de realização de OPA por alienação do controle da Usiminas.¹⁸

O pano de fundo da discussão é um tanto mais complexo e envolve alegação inclusive de simulação relacionada ao novo Acordo de Acionistas firmado no âmbito do Bloco de Controle, mas o certo, entretanto, é que a decisão da CVM não identificou indícios de que a venda das ações detidas pelo Grupo V/C tivessem ocasionado o surgimento de um novo acionista controlador, mormente porque o efetivo poder de controle só se identificava quando exercido de modo consolidado pelo *bloco de controle* composto pelo Acordo de Acionistas e, com isso, a alienação de parcela das ações integrantes deste Acordo não corresponderia à alienação do controle em si, especialmente considerando que o Grupo V/C não detinha isoladamente, fosse o controle da companhia (Usiminas), fosse o do próprio bloco.

Inconformada com o afastamento da OPA, a CSN levou a demanda ao Poder Judiciário, por meio de ação de obrigação de fazer cumulada com pedido de indenização, visando coibir o Grupo T/T à realização de oferta pública em razão da transferência do controle da Usiminas. Porém, mais uma vez não obteve sucesso, tendo a ação sido julgada improcedente.

Interessante notar que, sob a interpretação dada ao caso, mesmo havendo a possibilidade de se identificar os agentes que compartilham o controle, o mesmo somente pode ser atribuído ao grupo como um todo, e não a cada um dos indivíduos ou acionistas que constituem essa coletividade¹⁹, salvo quiçá diante de uma prova robusta de controle individual exercido dentro do bloco.

3.2.2. Caso CBD: alienação de controle por R\$ 1,00

O “Caso CBD” também possui grande relevância entre os casos de alienação do controle compartilhado, envolvendo a discussão sobre a obrigatoriedade de realização da OPA do art. 254-A.

Isso porque, em 2005, as Superintendências de Registro (SRE) e de Empresas (SEP) analisaram os termos do Acordo de Associação firmado entre

¹⁸ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2012/20120330-1-analise-OPA-ALI-Usiminas.pdf>

¹⁹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Restrições a Transferências de Ações e Alteração do Poder de Controle*, in Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro n° 153/154, janeiro - julho de 2010. p. 290.

a família Diniz (capitaneados por Abílio Diniz) e o grupo Casino Guichard Perrachon S.A., concluindo que a operação tentou mascarar a alienação do controle, o que deveria assim ensejar a aplicabilidade da OPA de *tag along* ao caso.²⁰

Numa brevíssima síntese, o Acordo de Associação entre os Diniz e o Casino regulava a aquisição, pelo Casino, de 50% das ações ordinárias e 100% das preferenciais do controlador direto da companhia, acrescidos de uma “*Opção de Compra Mudança de Controle*”, a qual se faria exercível dali a 8 anos, porém pelo valor simbólico de R\$ 1,00, viabilizando então a aquisição de uma ação ordinária daquele controlador direto, pondo fim à paridade acionária original e vertendo o Casino em novo controlador.

Ao analisar a operação, a CVM ressaltou que mesmo estando a opção de compra condicionada ao lapso temporal de 8 (oito) anos, a irrelevância econômica da mesma deixava claro que a alienação do controle já estava de fato concluída, pois o simbolismo do preço estabelecido para a opção implicava em reconhecer que o preço pelo controle efetivo já estava embutido no valor global fechado originariamente na operação, o que impunha o lançamento da OPA.

3.2.3. Caso Copesul – alienação dentro do bloco de controle

Em 2007, mais um caso de alienação de parcela do controle compartilhado foi submetida à análise da CVM (Processo RJ 2007/7230), em razão do recurso apresentado pelos acionistas minoritários da Copesul (Companhia Petroquímica do Sul), visando reformar a decisão da SRE que julgou descabida a OPA *a posteriori*, sob o fundamento de que quem já é controlador não pode adquirir o controle, mas tão somente consolidá-lo.

O caso basicamente envolvia o exercício do controle compartilhado por Braskem e Ipiranga Petroquímica (IPQ), regulado em Acordo de Acionistas firmado, sendo que cada uma detinha um percentual de 29,46% do capital votante da Copesul.

Após uma série de operações, a Braskem tornou-se detentora de 40% da Ipiranga Química S.A (ICQ), à época controladora da IPQ, de modo que, ao final, a Braskem terminou por adquirir participação indireta na própria IPQ por intermédio da Ipiranga Química S.A. consolidando, via de consequência, o controle da Copesul.

Tal consolidação foi vista pelos minoritários como uma alienação indireta do controle da companhia e que, portanto, deveria motivar a OPA de *tag along*.²¹

Entretanto, o Colegiado da CVM levou em conta a paridade nas participações detidas pelos acionistas do bloco controlador, para concluir então pela ausência de transferência na titularidade do controle, eis que não haveria um controle individual de quaisquer dos integrantes, apto a ser alienado a um terceiro.

²⁰ Processo RJ 2005/4069

²¹ Processo Administrativo CVM nº RJ2007/7230

Interessante notar que o Diretor-Presidente, mesmo concordando com a dispensa da OPA de *tag along*, se posicionou de modo divergente ao entendimento da SRE de que o art. 29, §4º da ICVM 361/02 exigiria um terceiro necessariamente “estranho ao bloco de controle”, frisando que “a referência a terceiro deve ser interpretada como uma mera explicitação da distinção de sujeitos sem a qual não se pode falar em alienação”.²²

Nesse mesmo sentido, MUNHOZ destaca que o mencionado dispositivo da ICVM 361 não obriga que o adquirente seja um terceiro estranho ao bloco de controle, mas que as mudanças ocorridas dentro do grupo podem sim disparar OPA *a posteriori*, cabendo a diferenciação entre os casos em que as modificações no interior do bloco de controle levem à “*modificação do centro de gravidade do poder, que passa de um acionista para outro, resultando na alienação do controle*”²³, daquelas em que exista apenas um reforço do controle já exercido anteriormente por aquele integrante.

3.3. Incorporação e incorporação de ações: aquisição originária ou alienação do controle?

A alteração da estrutura de controle das companhias abertas também pode advir da incorporação de ações ou da incorporação de outra sociedade.

A primeira delas é definida pelo art. 252²⁴ da Lei das S.A, donde se infere que será instituída uma subsidiária integral mediante incorporação de todas as ações da incorporada, enquanto que a segunda está prevista no art. 227²⁵ da lei, pressupondo a extinção da pessoa jurídica da sociedade incorporada, passando a integrar o patrimônio da incorporadora. De tal mudança na titularidade do controle surgem questionamentos dos mais diversos e, dentre eles, o da obrigatoriedade de realização de oferta pública por alienação de controle, prevista pelo art. 254-A da LSA.

Para sustentar a inexistência da OPA *a posteriori* nas operações dos arts. 227 e 252, a CVM firmou seu entendimento com base na ausência do requisito básico disposto no art. 254-A, qual seja, o negócio de *alienação* em si, estatuinto que no âmbito das incorporações surge uma relação de troca que não se confunde e nem substitui o mencionado requisito, o qual se revela essencial para incidência da oferta pública do art. 254-A.

²² PROC. RJ2007/7230

²³ MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 300.

²⁴ Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.

²⁵ Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

A análise de três casos a um só tempo (Tenda/Gafisa, Totvs/Datasul e Company/Brascan), devido à proximidade em que ocorreram, fez com que a CVM elaborasse e divulgasse o memorando nº 214/2008, ratificando o entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) sobre a não-obrigatoriedade de realização de oferta pública, seja por força do art. 254-A ou mesmo em decorrência de cláusulas estatutárias – as ditas *poison pills* tupiniquins –, no momento das incorporações.²⁶

3.3.1. Caso Tenda/Gafisa

No ano de 2008, Tenda e Gafisa iniciaram operação de incorporação que resultaria na diluição da participação dos controladores da Tenda, mediante incorporação, pela Tenda, da Fit Residencial, sociedade controlada pela Gafisa à época.

Com esse objetivo, inicialmente a Gafisa aumentou o capital da Fit Residencial que, por consequência, teve o patrimônio líquido igualmente aumentado. Ato contínuo, ao invés de a Gafisa ou a Fit Residencial adquirirem o controle da Tenda por meio da compra direta de ações do grupo controlador (Grupo HPJO), ou até mesmo por meio de subscrição de ações em aumento de capital, a Gafisa acertou com o Grupo HPJO a incorporação da própria Fit Residencial pela Tenda.

Consequentemente, a incorporação realizada terminou por aumentar o capital da Tenda, com a emissão de novas ações à Gafisa (então controladora da Fit). Diante disso, e dada a disparidade dos valores patrimoniais de Tenda e Fit na data da incorporação, a emissão das novas ações da Tenda entregues à Gafisa conferiram a esta 60% das ações ordinárias da Tenda, diluindo os antigos controladores (Grupo HPJO), dos anteriores 51% para somente 20% das ações votantes.

Com isso, a Gafisa alcançou a pretendida “aquisição” do controle da Tenda, sem que fosse realizada a OPA por alienação de controle e, mais importante, conseguiu manter o prejuízo fiscal compensável na Tenda, evitando ainda o exercício do recesso pelos minoritários da construtora mineira, benefícios que só foram possíveis em razão da opção pela operação de incorporação reversa.

3.3.2. Caso Totvs/Datasul

Apesar de terem sido analisadas pela CVM sob a mesma perspectiva, a incorporação das ações da Datasul pela Totvs foi operacionalizada de modo diverso do Caso Tenda/Gafisa.

Primeiramente, a Totvs incorporou as ações da Datasul por meio de uma controlada (Makira do Brasil S.A.), para, em seguida, incorporar a própria Makira, fazendo com que a base acionária da Datasul fosse unificada à base da Totvs.

Desse modo, todos os acionistas da Datasul passariam a ser acionistas da Totvs, mediante a emissão por esta (Totvs) de novas ações ordinárias repre-

²⁶ SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 214/2008

sentativas de 14,3% do seu capital social. Ademais, os acionistas da Datasul receberiam o montante total de R\$ 480 milhões, sendo parte em dividendos e parte como pagamento pelo resgate de ações preferenciais da Makira, a ser deliberado pelos acionistas da Datasul.²⁷

3.3.3. Caso Company/Brascan

O terceiro caso se assemelha bastante ao anterior, tendo em vista que a operação efetivou-se por meio da incorporação de ações da Company pela Brascan SPE SP-3 S.A. (subsidiária da Brascan) e, por conseguinte, uma incorporação da subsidiária pela própria Brascan.

A incorporação das ações de emissão da Company pela subsidiária da Brascan resultou na emissão, pela subsidiária, de ações ordinárias e de ações preferenciais resgatáveis. No mesmo ato, ocorreu a deliberação do resgate das ações preferenciais, com pagamento do valor total de R\$ 200 milhões, menos o valor de qualquer distribuição de dividendos declarada pela Company.²⁸

À ótica da CVM, além de não preencher os requisitos do negócio de alienação do controle, nesses casos em que ocorre a incorporação de ações os minoritários detêm, por disposição legal, uma série de mecanismos de proteção que vão desde o direito de acesso às informações e de participação em assembleia, até o próprio exercício do direito de retirada, com o respectivo recebimento do valor patrimonial das ações tituladas.

Portanto, a tentativa dos minoritários de provocar a OPA a posteriori sob o pretexto de alteração na estrutura do controle da companhia restou infrutífera, restando-lhes se socorrer dos instrumentos societários pertinentes para se proteger de tais mudanças.

3.4. Aquisição do controle mediante oferta pública voluntária

A oferta pública de aquisição do controle (art. 257) ainda possui poucos precedentes no sistema brasileiro, mas assume posição relevante ante a mudança paulatina do modelo de controle acionário para um contexto de controle senão diluído, ao menos “semi-concentrado” ou minoritário das companhias nacionais, representado cada vez com maior frequência por pequenos grupos de investidores – financeiros e/ou estratégicos – que, detentores de posições individuais diminutas, se reúnem em blocos suficientes a alçá-los ao exercício do controle diante da pulverização da base acionária das companhias respectivas.

Nessa linha, é de se frisar que equivoca-se aquele que classifica toda e qualquer OPA voluntária do art. 257 como uma “oferta hostil”, pois tal

²⁷ Processo CVM nº RJ/2008/10328

²⁸ Processo CVM nº RJ/2008/10328

pré-conceito negligência o contexto fático e econômico, bem como abstrai a necessária consideração macro acerca dos interesses envolvidos quando da publicação de uma oferta para aquisição do controle.

Lado outro, não se pôde ignorar que esta OPA *a priori* não raro representa uma efetiva ameaça aos administradores e, em alguns casos, aos próprios controladores minoritários porventura existentes, o que induz a uma precipitada tendência de forçar uma rejeição à oferta, como se a mesma jamais pudesse mostrar-se positiva. Isso leva a que se pondere com maior cautela o uso deliberado das técnicas de defesa contra essa espécie de OPA, evitando que se extrapole sua racional originária ou o próprio limite legal, reverberando em práticas abusivas em detrimento dos acionistas e quiçá da companhia.

Final, há situações em que a OPA voluntária é extremante saudável, podendo garantir aos acionistas a oportunidade de receber um valor geralmente maior do que a cotação das suas ações em mercado e em inequívoco “pé de igualdade”, sem serem excluídos de eventual prêmio de controle, servindo ainda de estímulo aos administradores para que se mantenham ativos e altivos, garantindo que a geração de valor e crescimento da companhia impeça uma tomada efetivamente hostil a preço irrisório.²⁹

3.4.1. Caso GVT-Vivendi: OPA de tag along vs OPA takeover

A aquisição do controle da GVT - embora polêmica e fruto de estratégias bastante questionadas pelo mercado - foi vista como um caso raro em que a cláusula estatutária de proteção à dispersão acionária funcionou na medida certa, protegendo a companhia de eventuais ofertas hostis, mas sem inviabilizar por completo a OPA voluntária.

Inicialmente, a Global Village Telecom (GVT Holland) e a Swarth Investments LLC detinham, respectivamente, 15,06% e 14,98% das ações da GVT Holding, exercendo o controle compartilhado da companhia. Enquanto isso, a GVT figurava como subsidiária da GVT Holding, sendo esta última detentora de 99,9% de participação na primeira.

O desenrolar dos fatos se deu na seguinte ordem cronológica: em 19 de agosto de 2009, a GVT soltou o “Fato Relevante” informando que faria uma oferta pública de distribuição secundária de ações. Contudo, já em setembro de 2009 as controladoras da GVT³⁰ (GVT Holland e Swarth) comunicaram a desistência desta oferta, em razão da celebração de acordo com a Vivendi, a qual lançaria uma oferta pública voluntária para aquisição de até 100% das ações da GVT, pelo preço de R\$ 42,00 por ação.

²⁹ NIOAC PRADO, Roberta. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A.* São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 68.

³⁰ Global Village Telecom (Holland) B.V., Swarth Investments LLC, Swarth Investments Holding LLC e Swarth Management LLC

Em contrapartida, a Vivendi negociou algumas condições para que o acordo fosse colocado em prática, especialmente a convocação de assembleia de acionistas para que fosse aprovada a dispensa de aplicação dos artigos 43 e 44 do Estatuto Social da GVT - que protegiam a dispersão acionária -, e a realização de *due diligence* na GVT.³¹

Logo em seguida, em outubro de 2009, a Telesp (Telecomunicações de São Paulo S.A - “Telefônica”), atropelando os comunicados da GVT e as tratativas anunciadas com a Vivendi, publicou edital de oferta pública para aquisição de no mínimo 51% das ações da GVT, no valor de R\$48,00 por ação, também condicionada à dispensa da aplicação das proteções à dispersão acionária.

A disputa travada entre as empresas terminou por gerar uma grande expectativa no mercado, na crença de que a Vivendi lançaria uma OPA concorrente, principalmente com a conclusão do *due diligence* e a autorização do *Board* da Vivendi para aquisição de 100% das ações daquela empresa alvo (GVT), bem como face a aprovação da dispensa das cláusulas de proteção à dispersão acionária, em Assembleia Geral da GVT de 03 de novembro de 2009.

Como a GVT não lançou essa OPA concorrente, o misterioso silêncio - e inércia apenas aparente da Vivendi - fizeram com que, aos 04 de novembro de 2009, a Telefônica aumentasse então sua proposta para R\$ 50,50 por ação da GVT.

Entretanto, para a surpresa da Telefônica, a Vivendi publicou novo fato relevante, anunciando a negociação de contrato de compra e venda, optando por adquirir diretamente das controladoras da GVT (GVT Holland e Grupo Swart) o percentual de 29,9% do capital votante da GVT Holding, R\$ 56,00 por ação, além de outros 8% de terceiros, por aquele mesmo valor. Paralelamente a isso, anunciou que havia firmado também “opções de compra” de outros 19,6% do capital votante que, acaso exercidas, implicariam enfim na OPA do art. 254-A da LSA, estratégia que jogou por terra a possibilidade de êxito das OPA lançadas pela Telefônica.

Após essa primeira fase, a Vivendi ainda realizou outras sucessivas aquisições de participação societária na GVT Holding, tornando-se titular de 85,7% das ações da companhia e lançando, por fim, a OPA de *tag along*.

Diante dessa sequência de operações, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM investigou se haveria de fato alguma omissão de informações relevantes com a finalidade de obstruir a tentativa de aquisição da GVT Holding por terceiros, acusando a Vivendi pelo induzimento de terceiros em erro, com o objetivo de obter vantagem indevida, eis que não detalhara as condições da aquisição do controle da GVT, valendo-se de informação relevante não divulgada para negociar diretamente e por publicar informações imprecisas quanto às negociações das ações da referida companhia (GVT).³²

³¹ <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0008/7603-0.pdf>

³² Processo cvm RJ2010/15761

Para extinguir o Processo Sancionador CVM nº RJ 2010/2419, a Vivendi S.A assinou Termo de Compromisso e pagou à CVM o valor de R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais). Numa dessas curiosidades de mercado, todavia, recentemente a GVT veio a ser foi incorporada justamente pela Telefônica, em negociação a ordem de R\$ 9,6 bilhões firmada com a Vivendi, sua antiga concorrente no *bid*.

3.4.2. Caso Sadia e Perdigão: OPA "hostil"

A par da peculiar história envolta à relação de Sadia e Perdigão, para fins deste estudo importa analisar a oferta pública para aquisição de controle (art. 257), realizada pela Sadia aos 17 de julho de 2006, cuja pretensão era adquirir ao menos 50% mais uma ação votante da Perdigão, tornando-se acionista controladora da então Perdigão, por um valor inicialmente fixado em R\$ 27,88 por ação.

Já na largada, os acionistas da Perdigão consideraram essa precificação extremamente baixa, tendo em vista que as projeções indicavam um valor entre R\$ 33,00 e R\$ 37,00 reais por ação. Além disso, a Perdigão respondeu à oferta alegando que o estatuto da companhia era claro ao determinar que somente seria cabível o lançamento de uma OPA para aquisição do controle nos casos em que o adquirente já fosse detentor de no mínimo 20% das ações com direito a voto da Perdigão.³³ Em contraposição, a Sadia defendeu a legitimidade da sua oferta demonstrando que a *poison pill* estatutária suscitada pela Perdigão não se aplicaria ao caso, pois a ofertante passaria a deter no mínimo 50% mais uma ação, podendo inclusive alcançar a totalidade das ações da companhia e não somente a maioria.

A par dessa discussão jurídica de fundo, o certo é que, de modo bastante rápido os acionistas que integravam o bloco de controle da Perdigão, aliados a outros junto aos quais compuseram 55,38%³⁴ do capital votante da companhia, rejeitaram a proposta, levando a Sadia a elevar a proposta de preço, cumulando-a com a promessa de reorganizações societárias consequentes que supostamente sobrevalorizariam as ações adquiridas (*two tier offer*). No entanto, tal não foi suficiente para convencer os acionistas da Perdigão. Ao contrário,

³³ Artigo 37 - Qualquer Acionista Adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de 30 (trinta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma OPA da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da BOVESPA e os termos deste Artigo. (Disponível em http://ri.brf-global.com/arquivos/Estatuto_Social_BR_F_31.03.10.pdf)

³⁴ Previ, fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, em reunião com os demais acionistas do bloco de controle - os fundos de pensão Sistel, Fapes (BNDES), Real Grandeza, Previ-Banerj, Petros, Valia e a empresa Weg Participações.

e como bem se sabe, posteriormente seria a própria Perdigão que terminaria por incorporar as ações da Sadia, criando a gigante BRF.

Em todo caso, o que se observa com clareza é que, à época da tentativa de *takeover* proposta pela Sadia, os acionistas da Perdigão sequer viram a necessidade de convocação de uma assembleia para definir a rejeição da oferta, demonstrando que a diluição do capital era apenas aparente, pois na realidade a companhia possuía um grupo de acionistas previamente alinhados e exercendo verdadeiro controle compartilhado.

Portanto, mesmo que o mecanismo de defesa estatutário não "parasse de pé", por ser questionável a sua real aplicação ao caso, os próprios acionistas teriam plenas condições de barrar a tomada do controle, o que fez da OPA lançada pela Sadia uma aposta no mínimo bastante arrojada – senão arriscada ou quiçá *kamikaze*.

3.4.3. Caso Amil/Medial: OPA tag along vs OPA poison pill

Por fim, tem-se a escolha do "Caso Amil/Medial" para encerrar o ciclo de casos analisados nesta oportunidade, justamente por envolver o questionamento quanto à aplicabilidade das *poison pills* estatutárias em ocasiões de compra de significativa participação acionária que já tenham sido objeto de OPA de *tag along* anterior.

Em 2008, a Amil Participações adquiriu 100% da *holding* (Medial Participações), titular de 49,5% das ações da Medial Saúde, além de outros 2,4% do capital da companhia - que se encontravam dispersos em Bolsa -, resultando enfim na aquisição de 51,9% do capital votante da Medial Saúde, o que motivara então a OPA de *tag along*, de fato realizada.

Com isso, surgiram questionamentos quanto à aplicabilidade da *poison pill* prevista no Estatuto da Medial Saúde, que impunha o lançamento de oferta pública ao adquirente de 20% ou mais do capital da companhia.

O cerne da discussão, portanto, era se a OPA estatutária sobrepor-se-ia ou não à OPA legal. E muito embora esta temática pareça *a priori* mais alinhada ao debate envolvendo as OPAs por alienação de controle, a opção por trazê-la no tópico das OPA para aquisição de controle se dá justamente em função da racional protetiva idealizada para as ditas *poison pill* estatutárias.

Diante dessa realidade, os diretores da CVM, Marcos Barbosa e Otávio Yazbek, elaboraram um memorando elencando as vantagens e desvantagens das chamadas cláusulas de proteção à dispersão acionária (*poison pills*). Dentre outras, concluíram que apesar de representarem um obstáculo à aquisição do controle por meio de ofertas hostis, as *poison pills* em alguns casos geram mais custos e se mostram ineficientes do ponto de vista econômico, principalmente nos casos em que são instituídas por cláusulas tidas como "pétreas".

Como consequência de tais considerações, a CVM emitiu o Parecer de Orientação de nº 36/2009, no qual a autarquia pontificou que não penalizaria

os acionistas que optassem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, mesmo que não cumprissem com a OPA estatutária prevista.³⁵

4. Considerações finais

À guisa de conclusão, parece inequívoco que a temática da alienação e aquisição de controle das companhias brasileiras mereça maior atenção de doutrina e regulador (CVM), com vistas à consolidação de entendimentos e semeio da tão desejada quanto necessária segurança jurídica aos agentes de mercado, especialmente em face da mudança de perfil do sistema de dominação acionária percebido na última década – de um modelo inequivocamente concentrado para um “semi-concentrado”.

E se este breve ensaio não teve a pretensão de ir a fundo o suficiente para cravar aqui uma resposta definitiva – embora soe aparentemente sensata uma potencial migração para um modelo uno de aquisição do controle como norteador do marco das OPAs –, a análise confrontada da casuística contemporânea certamente contribui para a identificação dos pontos sensíveis e mais emergentes postos à mesa.

Neste contexto, de se aguardar enfim as respostas que o mercado há de trazer nos anos vindouros.

Referências

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas: Homenagem a Celso Barbi Filho*, Saraiva, São Paulo, 2011.

COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Ed. Forense: Rio de Janeiro, 2005.

EIZIRIK, Nelson. *Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública*. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; MOURA AZEVEDO, Luis André N. de (Coords.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Restrições a Transferências de Ações e Alteração do Poder de Controle*. , in Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro nº 153/154, janeiro – julho de 2010.

MARTES, Camila R., YOSHINAGA, Esther S., LONGHI, Maria Isabel C.S. *A Alienação do Controle Minoritário*, In: PENTEADO, Mauro Rodrigues,

³⁵ Parecer de Orientação nº 36/2009: “Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória.”

MUNHOZ, Eduardo Secchi (Coords.), *Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Cases & Materials*. Quarter Latin, São Paulo, 2012.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*, São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. *Da alienação à aquisição de controle: uma nova interpretação para o art. 254-A da Lei das S/A*. In: VALLADÃO, Erasmo Azevedo. N. F e ADAMEK, Marcelo Viera. (Coords.). *Temas de Direito Empresarial e outros estudos*. São Paulo: Malheiros, 2014.

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