

LEADING CASE CVM: O CASO TIM

Aluno: Higor da Silva Biana
Orientadora: Norma Jonssen Parente
Colaboradores:
Ana Carolina Teixeira
Camila Rossini Pantera
Felipe de Souza Pereira
Fernanda Revorêdo

Introdução

O mercado de capitais brasileiro encontra-se em um contexto de franca expansão e, conseqüentemente, de notável sofisticação. Com efeito, operações envolvendo companhias cujos valores mobiliários são negociados neste mercado tornaram-se mais complexas, o que passou a exigir do aplicador do Direito maior esforço no que tange à verificação do enquadramento de determinados casos ao que determina a legislação societária.

Nesse sentido, a norma contida no artigo 254-A da Lei nº 6.404/1976 (“Lei das S.A.”), a qual determina que a alienação de controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição de que se realize uma oferta pública para a aquisição das ações com direito de voto dos quais sejam titulares os demais acionistas, apresenta, principalmente em virtude de sua notável repercussão econômica, grande controvérsia doutrinária e jurisprudencial.

Desse modo, a pesquisa aprofundou-se no estudo do mencionado dispositivo legal, primordialmente nas conseqüências estabelecidas pelo ordenamento jurídico pátrio ao seu descumprimento, assim como na disciplina legal alienígena a esse respeito, tendo por paradigma a alienação indireta de controle da TIM Participações S.A. (“TIM Participações”), analisada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM no âmbito do Processo CVM nº RJ-2009-1956 (“Caso TIM”).

Primeiramente, analisaremos a série de operações societárias que desencadearam o Caso TIM, ponto central para o entendimento das razões que levaram os diretores da CVM a decidirem de forma divergente.

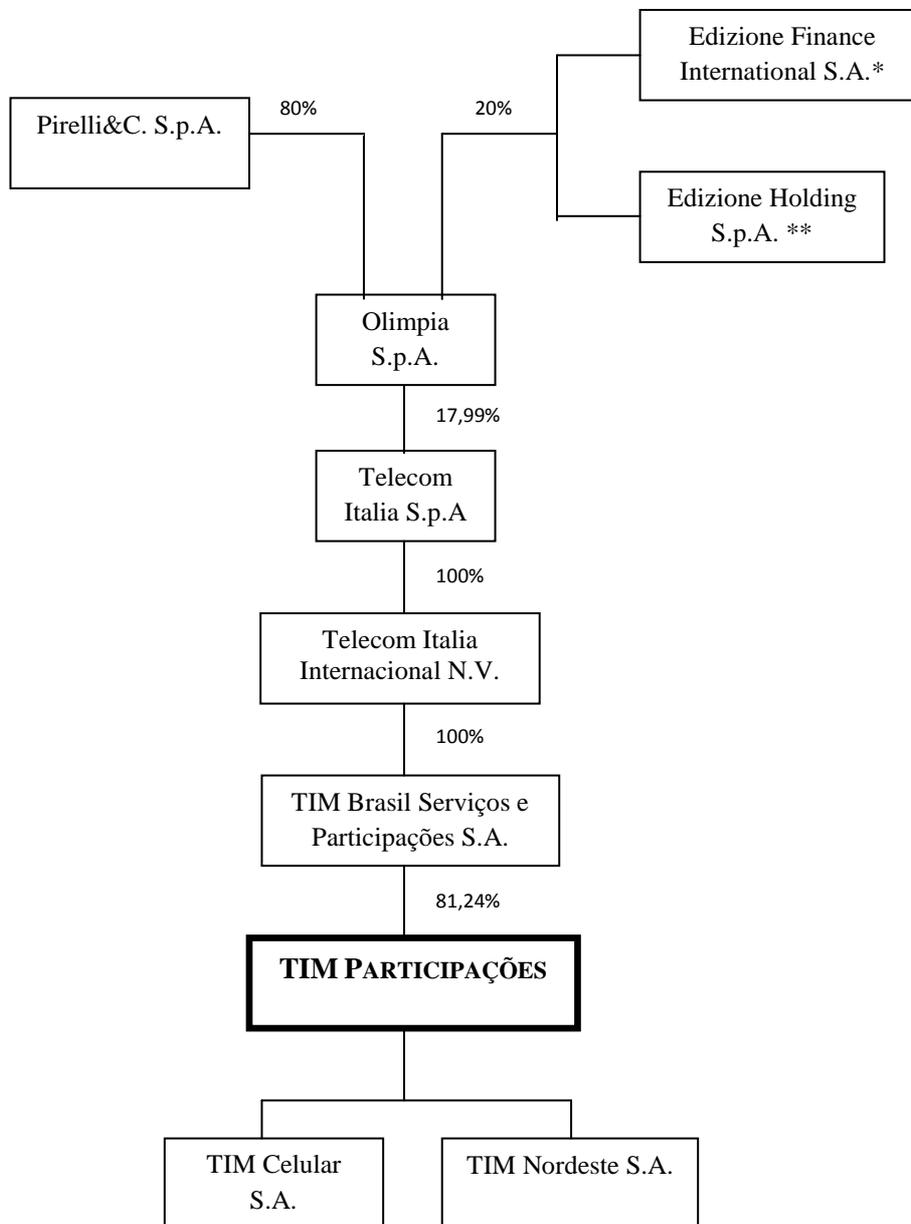
Posteriormente, enfatizaremos os fundamentos utilizados por cada diretor, e então passaremos a apresentar a disciplina da alienação de controle à luz de ordenamentos jurídicos alienígenas, notadamente italiano, estadunidense, inglês, francês e português. Vale ressaltar, a Diretiva Européia 2004/25/EC, a qual estabeleceu certas regras a serem adotadas pelos países integrantes da União Européia, foi de grande valia para este trabalho.

Lançando mão da doutrina e jurisprudência brasileira, foram analisados os principais institutos jurídicos relacionados ao Caso TIM. Desse modo, apresentaremos a disciplina do controle de companhias brasileiras, a jurisprudência da CVM a respeito da alienação de controle, o conflito de normas no espaço, o princípio da ordem pública e a condição legal imposta por força do artigo 254-A da Lei das S.A..

O Caso TIM

A TIM Participações é uma companhia aberta com sede no Brasil, detentora de 100% das ações de emissão da TIM Celular S.A. e da TIM Nordeste S.A.

O controle direto da TIM Participações é exercido pela TIM Brasil Serviços e Participações S.A. (“TIM Brasil”), titular de ações ordinárias que representavam, no tempo da operação a seguir descrita, 81,24% de seu capital votante. O capital social da TIM Brasil, por sua vez, é detido integralmente por uma sociedade holandesa, cujas ações de emissão pertencem, em sua totalidade, à Telecom Italia S.p.A. (“Telecom Italia”).



Esquema 1. Composição acionária da TIM Participações antes da alienação do controle da Olimpia para a Telcoⁱ

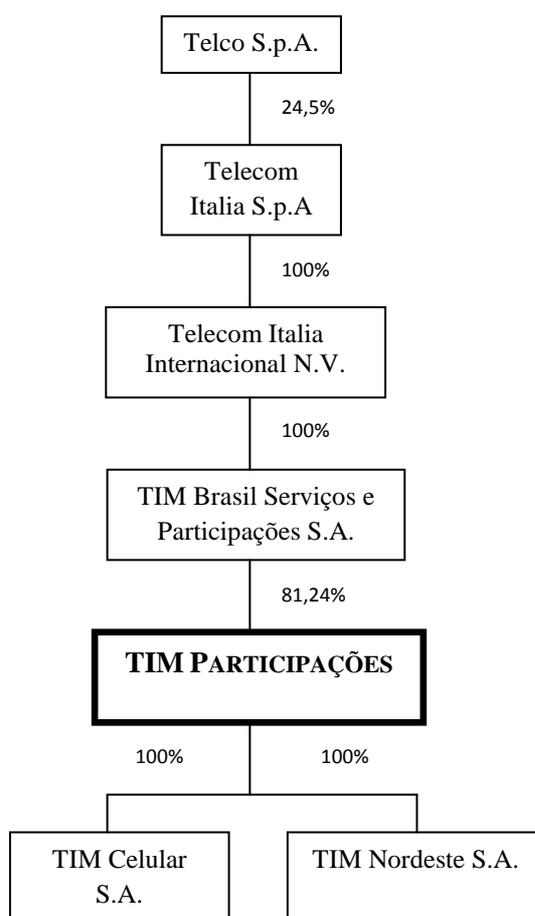
Os acionistas minoritários da TIM Participações manifestaram-se perante a CVM, requerendo, com base no artigo 254-A da Lei das S.A., que a Telco S.p.A. (“Telco”) fosse obrigada a realizar uma oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) que tivesse por objeto as ações com direito a voto de emissão da TIM Participaçõesⁱⁱ, o que deu origem ao Caso TIM.

A. A operação de alienação de controle

Anteriormente à operação que deu origem ao Caso TIM, a TIM Participações era controlada indiretamente pela Olimpia S.p.A (“Olimpia”), sociedade italiana detentora de 17,99% das ações ordinárias de emissão da Telecom Italia. A Olimpia, por sua vez, tinha seu capital social dividido entre a sociedade Pirelli & C. S.p.A. (“Pirelli”), com 80%, e empresas que formavam o Grupo Sintoniaⁱⁱⁱ, o qual detinha os 20% restantes do capital social.

Em 25.10.2007, o grupo de investidores composto pela Assicurazioni Generalli S.p.A., Sintonia S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca S.p.A. e Telefónica S.A., representado pela Telco, adquiriu a totalidade das ações de emissão da Olimpia, mediante contrato celebrado entre a Pirelli e o Grupo Sintonia.

Posteriormente, a Olimpia foi incorporada pela Telco que, juntamente com as ações que já detinha e com participação adquirida em 20.03.2008, passou a ser titular de 24,5% das ações de emissão da Telecom Italia.



Esquema 2. Composição acionária da TIM Participações após a alienação do controle da Olimpia para a Telco e a incorporação daquela por esta

O capital social da Telco possuía, à época, a seguinte composição:

Acionistas	Mediobanca S.p.A.	Assicurazioni Generalli S.p.A.	Intesa Sanpaolo S.p.A.	Sintonia S.A.	Telefónica S.A.
Participação	10,6%	28,1%	10,6%	8,4%	42,3%

Tabela 1. Composição do capital social da Telco

O Conselho de Administração da Telecom Italia, segundo seu Estatuto Social, era composto por não menos que sete e não mais que vinte e três membros, sendo que a indicação dos membros do conselho é feita pelo mecanismo de voto por lista. Quatro quintos dos conselheiros eleitos eram escolhidos a partir da lista que receber maior número de votos, seguindo-se a ordem de preferência nela indicada e ignorando-se as frações. Os demais conselheiros seriam eleitos com base no número de votos obtidos pelas outras listas e o número de assentos a serem preenchidos.

Conforme tabela anexada ao relatório do Processo CVM nº RJ-2009-1956, as participações dos acionistas nas assembleias gerais ordinárias da Telecom Brasil entre 2005 e 2009 se deram da seguinte forma:

Data da Assembleia	Total de acionistas com direito de voto presentes na assembleia	Participação da Olimpia/Telco com relação aos acionistas presentes
07/04/2005	38,67%	55,49%
13/04/2006	31,42%	57,25%
16/04/2007	36,03%	49,94%
14/04/2008	39,49%	62,06%
08/04/2009	39,80%	61,57%

Tabela 2. Participações dos acionistas nas assembleias gerais ordinárias da Telecom Brasil entre 2005 e 2009

A compra da totalidade do capital da Olimpia pela Telco foi apresentada à Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL que, em 31.10.2007, por meio do Ato nº 68.276, anuiu “com a transferência de controle indireto da Telecom Italia S.p.A.”, condicionando a aprovação à inserção de cláusulas no instrumento societário de compra e venda de ações.

B. O Processo Administrativo perante a CVM

Nesse panorama, os acionistas minoritários da TIM Participações protocolizaram requerimento na CVM, alegando que, antes da compra de ações realizada pela Telco, a Olimpia, apesar de deter 17,99% do capital ordinário da Telecom Italia, exercia o controle de fato da referida companhia e que o controle indireto era detido pela Pirelli, titular de 80% do capital da Olimpia.

Segundo os acionistas, o controle de fato exercido pela Olimpia sobre a Telecom Italia poderia ser constatado tendo em vista que, dentre outros, o direito italiano reconhece a existência do controle de fato quando o acionista exerce influência sobre os negócios da companhia, elegendo a maioria dos seus administradores e determinando a sua atuação. Acrescentaram ao requerimento pareceres exarados pelo professor italiano Diego Corapi e pelo advogado Marcelo Trindade.

Os acionistas observaram que, de acordo com o parecer de Marcelo Trindade, a lei italiana deveria determinar se a Olimpia controlava a Telecom Italia (com base no artigo 11 do Decreto-Lei no 4.657, a Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro “LINDB”^{iv}) e que, tendo sido constatado que o controle realmente existia, a obrigatoriedade de realização de OPA por alienação indireta de controle da TIM Participações deveria ser analisada sob a ótica da legislação brasileira, nos termos do artigo 9º da LINDB, importando determinar se, na cadeia acionária da TIM Participações, aquele com o poder de controle da companhia brasileira teria cedido esse poder de forma onerosa.

A TIM Participações se manifestou quanto aos requerimentos dos acionistas, alegando, principalmente, que a relação contratual estabelecida com a alienação das ações da Olimpia executou-se na Itália com partes italianas, de modo que a legislação desse país é que deveria ser levada em consideração para avaliar a necessidade de realização de eventual OPA. A esse

respeito, a legislação italiana somente prevê a ocorrência de OPA nos casos de aquisição de mais de 30% das ações do controle.

A Superintendência de Registros de Valores Mobiliários da CVM (“SRE”), por sua vez, entendeu que o controle de fato da Telecom Italia era efetivamente exercido pela Olimpia e que continuava sendo exercido pela Telco, concluindo pela necessidade de realização de OPA.

Desse modo, a Telco apresentou recurso contra a decisão da SRE acima citada, alegando não ser obrigatória a realização de OPA no caso em questão, apresentando pareceres de emitidos pelo professor italiano Pietro Trimarchi e por Nelson Eizirik.

A SRE manteve sua posição pela obrigatoriedade de realização de OPA de ações de emissão da TIM Participações pela Telco. Em seguida, o Processo CVM nº RJ-2009-1956 foi encaminhado para apreciação do Colegiado da CVM.

Em 15.07.2009, o Colegiado da CVM decidiu contrariamente à decisão da SRE, considerando inaplicável a realização de oferta pública de aquisição de ações de emissão da TIM Participações pela Telco, como requisito para a alienação indireta do controle desta companhia, restando vencido o Diretor-Relator Eliseu Martins.

Nos próximos capítulos serão analisados isoladamente os votos de cada Diretor.

Fundamentos dos votos dos Diretores da CVM

A. Voto do Diretor-Relator Eliseu Martins

Para redigir o seu voto acerca do caso em questão, o Diretor-Relator Eliseu Martins considerou, com base no artigo 11 da LINDB, que a caracterização do controle direto da TIM participações deveria ser baseada na legislação do local de análise, neste caso, a brasileira. Isso porque, se assim não o fosse, ter-se-iam soluções distintas para casos semelhantes, dadas as peculiaridade de cada lei estrangeira, o que traria grande insegurança jurídica para o mercado.

Continua o referido Diretor no sentido de que os artigos 116 e 254-A da Lei das S.A., que fazem referência à figura do acionista controlador, adotaram definições de poder de controle distintas. Explica-se: o artigo 116 buscaria definir os requisitos para a caracterização do poder de controle e apresentar as responsabilidades decorrentes da ocupação de tal função.

Já o artigo 254-A, teria como objetivo assegurar uma compensação aos minoritários pela quebra do quadro acionário, quando da alteração da pessoa que detém o poder de controle da companhia. Nesse sentido, Eliseu Martins entende que o parágrafo 1º do artigo 254-A, ao prever que a alienação de controle ocorre ainda que a operação tenha por objeto 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, o efetivo uso do poder de direção da empresa, isto é, a alínea “b” do artigo 116, teria sido desconsiderada.

Em relação ao caso concreto, o Diretor afirma que embora a Olimpia exercesse todos os direitos que possuía, ainda persistia a dúvida se tais direitos levariam à caracterização (ou não) do controle indireto da TIM Participações.

Inicialmente, o Diretor avalia que, com base no artigo 116, aliena “a”, a Pirelli e a Sintonia (que detinham 100% do capital social da Olimpia) possuíam, indubitavelmente, o controle da Telecom Italia antes de alienar suas ações à Telco. Além disso, a Olimpia, historicamente, obteve a maioria dos votos nas deliberações das assembleias (salvo a assembleia geral ordinária – “AGO” – de 2007) e elegeu a maioria dos administradores da Telecom Italia, restando saber se os direitos de sócio da Olimpia asseguravam, à época da operação, o exercício dessas prerrogativas de modo permanente.

Para tanto, o Diretor ponderou que (i) até a AGO de 2007 havia permanência do suposto controle da Olimpia sobre a Telecom Italia; (ii) na AGO de 2007 (situação no momento da operação), embora a Olimpia tivesse eleito a maior parte dos administradores, faltou 0,06% para alcançar a maioria, sendo certo que apenas uma assembleia sem a maioria não poderia ser considerado fato suficiente para demonstrar a eventualidade, não havendo quebra da preponderância, nem ameaça ao poder da Olimpia; e (iii) sobre as circunstâncias posteriores à operação, embora a Telco não tivesse obtido maioria nas assembleias gerais de 2008 e 2009, isso não teria o condão de descaracterizar a alienação do controle, visto que o que importa é a situação de poder no momento da operação e não seus desdobramentos futuros e considerada toda a participação da Telco na Telecom Italia após a AGO de 2007 e o fato de ter eleito a maioria dos administradores, estaria reforçado o caráter de continuidade, sendo plausível concluir que teria ocorrido a consolidação de uma preponderância que já vinha sendo exercida pela Olimpia.

Como contraponto, o Diretor-Relator argumenta que seria possível identificar determinadas circunstâncias capazes de enfraquecer a sua tese defendida, quais sejam, o fato de a CONSOB (comissão de valores mobiliários italiana) não ter determinado a consolidação das demonstrações financeiras, entendendo que não haveria controle, e o fato de Telco ser uma holding, razão pela qual a participação de cada acionista deveria ser considerada individualmente e, assim sendo, como a Telefónica S.A. não controlava a Telco, não poderia controlar indiretamente a Telecom Italia.

No entanto, em sentido oposto, o Diretor apresenta os seguintes argumentos que corroboram a sua tese:

- a. ainda que a consolidação seja um indício da existência de controle, não pode ser compreendida como requisito para tal;
- b. não há como desconsiderar a Telco e tratar seus acionistas como se ela não existisse;
- c. o pagamento de um prêmio de 40% sobre uma participação minoritária de apenas 18% do capital votante demonstra a relevância de tal parcela no contexto da Telecom Italia;
- d. a ANATEL identificou a existência de controle que poderia afetar o mercado de telecomunicações, motivo pelo qual optou por restringir seu exercício; e
- e. tanto o CADE analisou o caso, como a autoridade antitruste argentina determinou, provisoriamente, a cessação do direito de voto da Telecom Italia na Telecom Argentina.

Por fim, o Diretor Eliseu concluiu que (i) a Olimpia controlava diretamente a Telecom Italia e indiretamente a TIM Participações; (ii) as circunstâncias indicadoras da inexistência de controle não eram suficientes para descaracterizar a alienação de controle; (iii) algumas circunstâncias, embora não determinantes, corroboram a tese de existência de controle – como o alto valor pago a título de prêmio e a decisão da ANATEL acima observada; e (iv) considerando-se que, no momento da operação, a Telecom Italia era controlada diretamente pela Olimpia, quando ocorreu da aquisição de 100% de seu capital social pela Telco, o controle direto teria sido alienado e o indireto também.

B. Diretor Otávio Yazbek

O Diretor, Otávio Yazbek, começou seu voto analisando duas questões de ordens. Uma referente à questão da legislação aplicável para a caracterização da transferência do poder de controle e a outra da definição de poder de controle, para os fins dos artigos 116 e 254-A da Lei das S.A., complementada, pela análise sobre a eventual possibilidade de reconhecimento do controle minoritário.

Para avaliar a primeira questão, o Diretor verificou se a Olimpia S.pA era ou não controladora da Telecom Italia S.pA. e se houve transferência de poder de controle quando da aquisição daquela primeira sociedade pela Telco S.p.A. As conclusões tomadas pelo Diretor

foram a partir do enfoque da questão, ou seja, sobre a Tim Participações S.A e se houve alienação de controle da TIM Participações S.A, portanto, a lei brasileira é um imperativo lógico.

Analisando a segunda questão, sobre a definição de poder de controle a ser adotada. O Diretor filiou se, parcialmente, à posição sustentada, nos autos, por parecer de autoria do Dr. Nelson Eizirik, no qual diferenciou, ao menos *ab initio*, as disposições do artigo 116 do regime criado pelo artigo 254-A, ambos da Lei das S.A.. Tal posição, já foi adota em outros casos pelo colegiado CVM, em especial, ao Procwssso CVM nº RJ 2005/4069 (em que se seguiu o voto do Diretor Relator, Pedro Marcílio de Oliva Dutra) e ao Proesso CVM nº. RJ 2008/4156 (em que a maioria acompanhou o voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto).

Para o Diretor, o artigo 116 da lei acionária apresenta uma definição eminentemente instrumental, destinada a (i) definir um conteúdo mínimo de obrigações para tal pessoa ou grupo de pessoas (o que se faz, em especial, no parágrafo único do mesmo artigo) e (ii) estabelecer um conjunto de responsabilidades para estes (em especial no artigo 117).

O Diretor argumentou ainda, em seu voto que a instrumentalidade fica evidente na Exposição de Motivos da Lei das S.A:

"O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua".

Assim sendo, o art. 116 da Lei das S.A. criou uma série de direitos e deveres, permitindo a responsabilização daquele que abusa de sua posição de dominância, para isso, a lei adotou, neste artigo, uma caracterização ampla de acionista controlador, a fim de abranger não apenas os controles totalitários e majoritários, mas também as outras formas de controle, incluindo o controle minoritário.

No entanto, o Diretor, ao meditar sobre o artigo 254-A, diferenciou da interpretação dada ao art.116, no que se refere ao acionista controlador. Otávio Yazbek explicou que a realidade de atuação do artigo 254-A é diferente da realidade do artigo 116. De tal modo, o que se procurou defender no artigo 254-A foi o acionariado disperso a partir de criação de um instrumento, que outorga, a possibilidade de retirada em caso de mudança de condições sob as quais ingressou no quadro social. Além disso, o artigo 116 pode servir de suporte para aplicação do artigo 254-A, mas têm finalidades distintas e abrangências diferentes.

O Diretor respaldou seu voto no voto de Pedro Marcílio, no caso do CBD, *in verbis*:

"(...) pretende conferir a possibilidade de uma 'compensação' à quebra de estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada". Para tal, de acordo com o Relator, não mais se adota, pura e simplesmente, a terminologia do art. 116, mas sim uma distinta, falando-se em "alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta".

O Diretor Otávio Yazbek levantou dois questionamentos, de forma muito sutil e tangente, referente ao artigo 254-A, que foi se há permissão de poder controle minoritário ou de fato inserido no artigo e qual seria a forma de conciliar o modo permanente do poder de definir o conteúdo das deliberações sociais e de eleger a maioria dos administradores.

Em suas declarações, o Diretor acreditou que a possibilidade de haver controle minoritário no artigo 254-A da LSA não é de todo inconsistente, mesmo porque, ainda na vigência do artigo 254 original (que, revogado pela Lei nº 9.457/1997, foi o embrião do atual artigo 254-A, incluído pela Lei nº 10.303/2001), a Resolução CMN nº 401, que regulamentava aquele dispositivo, já tratava expressamente do controle minoritário.

Neste sentido, a referida Resolução dispunha, em seu inciso IV, que

"Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que assegurem a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia".

Por final o Diretor, mesmo sinalizando que a possibilidade de existência de controle minoritário para o artigo 254-A não é descabida, devendo ser analisada caso a caso, votou no sentido que não houve alienação de controle, com fundamento, no fato de que a Telco necessitou reforçar sua posição dominante comprando ações de diversas formas.

C. Diretor Eli Loria

O Diretor Eli Loria partiu do pressuposto de que a OPA imposta pelo artigo 254-A da Lei das S.A. possui natureza jurídica de obrigação. Assim, para determinação da legislação aplicável, caberia observar o disposto no artigo 9º da LINDB, segundo o qual a lei que rege determinada obrigação é aquela do país em que esta se constituir.

Neste sentido, defendeu que quando se trata de alienação indireta de controle de companhia brasileira, independentemente do lugar em que a alienação ocorra, a obrigação de realizar a OPA surgirá no Brasil, tendo como parte passiva o adquirente do controle e, como parte ativa, os titulares de ações ordinárias da companhia.

Desta forma, tendo em vista que a TIM Participações é uma companhia constituída no Brasil, o Diretor Eli entende que, *"independentemente de discutir-se a aplicação do direito italiano"*, a decisão do caso deveria restringir-se à verificação de se a operação representa uma alienação indireta de controle nos termos da lei brasileira, ou seja, do artigo 254-A da Lei das S.A.

Diferentemente dos Pareceres apresentados por Eizirik e Trindade, que entenderam pela aplicação da lei italiana para definir o controle acionário da Telecom Italia, o Diretor Eli lançou mão da definição de acionista controlador contida no artigo 116 da Lei das S.A. para verificar se houve a alienação indireta de controle da TIM Participações. Cumpre mencionar que, ao fundar-se no artigo 116, o Diretor aplicou a disciplina do parágrafo 4º do artigo 29 da Instrução CVM nº 361/2002.

O Diretor Eli ressaltou a existência do *"acionista controlador 'de fato'"*, o qual se sujeita às responsabilidades contidas nos artigos 116 e 117 da Lei das S.A. Portanto, conclui-se que ele faz a distinção entre acionista controlador, que seria o que detém mais da metade das ações com direito de voto, e *"acionista controlador 'de fato'"*, que englobaria o acionista controlador minoritário.

Segundo seu voto, para que houvesse a necessidade de cumprir a obrigação contida no referido artigo 254-A, seria essencial o enquadramento do controlador alienante ao que dispõe a alínea “a” do artigo 116. Porém o Diretor Eli entende **não** ser necessário que o alienante utilize seu direito de voto, conforme menciona a alínea “b”. Portanto, para definição de controle para fins do artigo 254-A, bastaria que o acionista alienante se enquadrasse na alínea “a” e estivesse apto para exercer o direito de voto nas deliberações assembleares. Frisa-se que esse também foi o entendimento do Diretor-Relator Eliseu Martins.

Por outro lado, de acordo com o Diretor Eli, o acionista controlador ‘de fato’, ao alienar suas ações em uma companhia, não é obrigado a realizar a OPA prevista no artigo 254-A, já que não configura hipótese de alienação do controle para tal fim uma vez que o mesmo acionista não possui o controle de forma permanente.

Ademais, na linha do Parecer do Eizirik, o Diretor Eli entendeu que a única forma de o acionista controlador ser “*titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral*”, conforme disposto na alínea “a” do artigo 116, seria possuindo mais da metade do capital votante, pois, em sua opinião, só assim inexistiria a possibilidade de contraposição dos demais acionistas.

Por fim, o Diretor Eli Loria concluiu que o nosso ordenamento, ao estipular as regras para alienação de controle acionário, não abarcou a alienação de controle minoritário, votando, portanto, pela desnecessidade da realização da OPA pela Telco.

D. Diretora-Presidente Maria Helena

Inicialmente, a Presidente ressaltou que, devido ao fato de a alienação ter ocorrido no âmbito da sociedade italiana, seria necessária a análise de qual lei aplicar para afirmar se houve ou não venda de controle.

Reiterando o argumento do Diretor Relator do caso, foi analisada a aplicação da lei no espaço. De acordo com os artigos 11 e 9 da LINDB, as sociedades obedecem as leis do Estado em que se constituírem, além disso, as obrigações são regidas pela lei do País em que forem constituídas.

Sendo assim, se comprovada a alienação de controle indireta, a OPA deveria ser regida pela lei brasileira. As citadas normas têm correspondência na Diretiva Européia que regula as OPAs de seus países membros.

No que se relaciona à percentagem de direito de voto que confere o controle, a mesma alínea estabelece que as regras aplicáveis serão as do Estado-Membro em que se situa a sede da sociedade.

"(...) No que respeita às questões relacionadas com a informação aos trabalhadores da sociedade visada e às questões relacionadas com o direito das sociedades, em particular a percentagem de direitos de voto que confere o controlo e qualquer derrogação à obrigação de lançar uma oferta, assim como as condições em que o órgão de administração da sociedade visada pode empreender qualquer acção susceptível de conduzir ao fracasso da oferta, as regras aplicáveis e a autoridade competente são as do Estado-Membro em que se situa a sede da sociedade visada."

Portanto, entendeu a Diretora-Presidente que, de acordo com a LINDB e com a Diretiva Européia, em casos em que a OPA for exigível em um país, mas relativa à sociedade situada em outro, convencionou-se que a mesma será regida pelo Estado que obrigar-se a realizá-la. Porém, as regras de definição do que seria ou não considerado controle se dará no país sede da sociedade cujas ações são objeto de oferta.

Assim como na LINDB, diante de uma operação ocorrida no exterior, na Comunidade Européia os destinatários da OPA ficariam sujeitos à legislação do país que sediou a respectiva sociedade em relação o que seria considerado controle, determinando se houve ou não OPA no caso concreto.

Em casos como deste processo, a Diretora Maria Helena acredita que há que se respeitar o artigo 11 da LINDB, aplicando-se a lei do país que sedia a companhia acionista da companhia brasileira para fim de tratá-la como controladora.

Dessa maneira, seria de acordo com a lei vigente na Itália que se deveria avaliar se a participação acionária da Olimpia adquirida pelos investidores Assicurazioni Generali S.p.A., Sintonia S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca S.p.A. e Telefónica S.A. era ou não participação de controle. Posto que era naquela jurisdição que estava situada a Telecom Italia, companhia na qual os acionistas vendedores detinham a participação acionária relevante objeto de discussão. Se aquela participação representava de direito ou de fato o controle acionário, isso se dava concretamente na sede da companhia.

Ainda segundo a Diretora Maria Helena, o foco da discussão não deveria ser o conceito de controle de fato, do Código Civil italiano, e sim o conceito de controle existente na legislação italiana para efeito da obrigação de realização de OPA por mudança de controle. Já que a Diretiva Européia tem como finalidade regular os direitos dos acionistas na troca de controle das sociedades.

A Diretiva Européia não trouxe definição de controle societário, tendo àquela definição ficado a cargo dos Estados-Membros, como ficou claro nos termos acima. A CONSOB, por sua vez, informou à CVM que pela lei italiana a OPA somente seria obrigatória quando da aquisição de mais de 30% do capital votante. Ou seja, as normas que incorporaram a Diretiva à legislação italiana definiram o percentual de 30%, estabelecendo, portanto, uma presunção legal de que tal participação acionária é de controle, para o efeito de gerar a obrigação da OPA para o adquirente.

Logo, se as ações da Olimpia não representavam o percentual mínimo de 30% do capital da Telecom Itália, a conclusão da Diretora-Presidente foi de que tais ações não seriam consideradas ações de controle no âmbito da legislação italiana.

Para ela, a avaliação a respeito do exercício ou não, pela Olimpia, do o controle de fato da Telecom Itália, deveria se dar de acordo coma lei italiana. Aplicando a lei italiana, a CONSOB entendeu que não havia tal controle, levando em conta que Olimpia representou 49,94% das ações então presentes à Assembléia Geral da Telecom Italia de 2007. Pela insuficiência de fatos para caracterização do exercício do controle de fato, a CONSOB afirmou que seria importante aguardar a assembléia do ano seguinte para então verificar se, após a Operação, as circunstâncias factuais permitiriam ou não identificar a Telco como controladora de fato.

Levando em conta as normas sobre alienação de controle do ordenamento italiano, a Diretora-Presidente acaba por concluir que a participação de Olímpia adquirida pela Telefonica não poderia ser considerada participação de controle, não tornando assim obrigatória a realização, no Brasil, de oferta pública aos acionistas da TIM Participações S.A.

Assim, decidiu pela a inaplicabilidade do artigo 254-A ao caso concreto, pois para Maria Helena não houve a ocorrência do fato gerador da obrigação estabelecida na lei brasileira, que se trata da alienação indireta do controle da TIM Participações.

Ela passa então a abordar o argumento do Diretor-Relator no passo em que o mesmo se manifesta no sentido da aplicação do artigo 254-A no caso de alienação de controle de fato ou minoritário, alegando parecer à ela razoável e bem fundamentada. Adicionando ainda que não faz parte do histórico de decisões da CVM manifestar-se sobre participações no capital votante de companhia que fosse relevante mas não majoritária. E que essa questão, por tornar-se cada vez mais presente em nosso mercado, deve sim ser melhor aprofundada.

Afirma ainda que a discussão do conceito de controle de fato com objetivo de apurar certas responsabilidades em episódios específicos seria muito útil, porém com objetivo de obrigação ou não de realização de OPA por alienação de controle traria muita insegurança jurídica.

Insatisfeitos com a manifestação da Presidente, os Requerentes 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 protocolaram na CVM pedido de reconsideração da referida decisão.

O pedido de reconsideração teve o objetivo de que o voto da Presidente Maria Helena acompanhe os outros, no que tange o entendimento de que a legislação aplicável seria a brasileira, como decidido pela maioria, e não a italiana, como entendido por ela.

A petição dos Requerentes afirma que a escolha da legislação aplicável seria antecedente ao mérito do julgamento, e que ao manifestar-se divergentemente à maioria dos diretores, o voto da Presidente Maria Helena acaba por representar a inexistência da análise da questão principal de mérito, chegando até mesmo a inexistência da decisão.

Em seu voto de reconsideração, a Presidente Maria Helena considera que a escolha da legislação aplicável é essencial no julgamento, pois é a partir daí que se define se houve transferência ou não do controle. Entretanto, esclarece que esta questão se encaixa na motivação do voto como ato administrativo e não representa questão acessória ou preliminar ao julgamento.

Fundamenta este argumento afirmando que a doutrina especializada indica que o princípio da motivação derivado artigo 2º da Lei nº9.784/1999, e nele dispõe-se que serve para legitimar o ato administrativo, justificando a conclusão da autoridade.

Além disso, seria a escolha da legislação aplicável o ponto de partida para o desenvolvimento da discussão, porém é ela uma entre vários fundamentos de tal motivação que determina a conclusão da autoridade.

Dessa forma, a Presidente conclui que sua motivação é una e indivisível, e que separar os fundamentos para julgamento em separado acarretaria em precedente inédito de decisão segmentada no Colegiado da CVM, criando assim conclusões possivelmente distantes das convicções iniciais de cada julgador.

Por todos os motivos relatados acima, a Presidente Maria Helena manteve seu voto pela reforma da decisão do SRE, posto que seu entendimento original seja a escolha pela aplicabilidade da legislação italiana, e que tal entendimento somente faz parte da motivação julgada necessária por cada um dos julgadores durante a fundamentação das conclusões alcançadas por eles.

A divergência dos votos como resultado de diferenças ideológicas

No julgamento do Caso TIM, nota-se diferentes concepções dos Diretores a respeito do que seja controle acionário, o que, em nosso entender, pode ser decorrente das diferentes experiências profissionais vividas por cada um.

A influência das experiências profissionais de seus membros, ou ainda, dos próprios entes regulados, em relação aos órgãos reguladores é estudada no que a doutrina chama de **Teoria da Captura**.

Note-se, a descentralização do Estado não se dá apenas com a criação de autarquias tradicionais ou entidades paraestatais, mas sim com a transferência, pelo Estado, do dever de execução de uma atividade a terceiros estranhos à estrutura da administração pública.

Com este modelo de descentralização, aliado à flexibilização dos monopólios estatais e a redução de barreiras à entrada de capital estrangeiro no país, surgiram grandes grupos econômicos com interesse em explorar atividades que eram de exclusiva função do Estado.

Sendo tais serviços de responsabilidade, em última análise, do Estado, pois traduzem-se em serviços essenciais ao bem comum, foram criadas, para sua segurança e controle, Agências Reguladoras cuja função é ditar as normas de condução entre os agentes envolvidos, ou seja, o Poder Público, o prestador dos serviços, e os usuários.

L. P. JONES destaca três principais problemas que podem ocorrer na regulação: (i) os custos da regulação são maiores que os custos de oportunidade de uso de recursos públicos; (ii) os reguladores podem não ser perfeitos e com alguma frequência não alcançar os objetivos iniciais, introduzindo distorções que levem a lucros extraordinários ou subinvestimentos; e (iii) a regulação pode ser campo fértil para a corrupção na medida em que os servidores encarregados da regulação sejam capturados pelos agentes.

O principal problema desta mediação é a assimetria de informações, a qual envolve duas dimensões principais: uma exógena e outra endógena.

A *dimensão exógena* é decorrente do fato do regulador não possuir o mesmo nível de informações que o regulado em relação à fatores exógenos que afetam a eficiência da concessionário do serviço, ou seja, parâmetros tecnológicos, comportamento da demanda, dentre outros.

A *dimensão endógena* é decorrente do fato de somente o regulado possuir o conhecimento do resultado de determinados movimentos intrinsecamente endógenos, como os custos, os resultados de medidas administrativas, entre outros, o que possibilita a manipulação do esforço pelas concessionárias do serviço, objetivando vantagens na revisão dos contratos ou na estipulação de metas regulatórias.

O modelo de autarquia independente, o caso da CVM, concentrou um grande conjunto de competências relativas aos setores mais importantes da economia nacional as quais incluem: normatizar, regular, fiscalizar e executar as políticas de incentivo e planejamento dos setores de infra-estrutura. Essa concentração de competências autônomas é um dos aspectos problemáticos relativos ao risco da captura.

Quando se tem um sistema de competências difusas torna-se mais difícil que todas as autoridades envolvidas se associem para a produção das decisões. A disseminação de poderes e competências dificulta a existência de núcleos de poder aptos, por si sós, a produzir decisões favoráveis aos interesses de determinados grupos.

Porém, quando se concentram poderes nas agências, abre-se a oportunidade para a obtenção de posições de domínio estáveis sobre a regulação setorial. Já com as competências concentradas em um órgão específico, torna-se mais fácil aos agentes econômicos exercer influências na direção da ampla gama de poderes estratégicos concedidos.

Essa influência vem de um grupo de interesse, uma associação que visa promover o interesse comum de seus membros. Ao formular essa idéia, Olson conclui que um grupo pequeno que tenha um interesse comum na provisão de um bem público se organiza sem a necessidade de qualquer ação coercitiva.

Grandes grupos, no entanto, precisam de incentivos adicionais. Um determinado grupo se organiza com vistas a se apropriar de determinada renda econômica, ou seja, o retorno obtido além do custo de oportunidade de um recurso econômico.

É nesse momento que surge a Teoria da Captura. Ocorre quando, no ambiente regulatório, a agência reguladora é tomada ou influenciada pelo ente regulado, passando a defender os interesses deste em detrimento dos interesses públicos.

A hipótese de George J. Stigler, defende que a indústria pode utilizar o poder coercitivo do Estado para conseguir rendas privadas. Antes das reformas, os serviços públicos em muitos países eram considerados instrumentos de política para brindar

favores a amigos do partido no poder, existindo muita corrupção. Muitos defendiam a privatização como instrumento para reduzir a corrupção.

Porém, Frédéric Boehm afirmava que as características dos setores, a privatização e a regulação poderiam criar oportunidades para a corrupção e pressão dos grupos de interesses.

O poder público pode ser adquirido por nomeação ou por eleição. No contexto das privatizações pode ser argumentado, de forma mais controvertida, que uma empresa pública privatizada mantém seu caráter público, pois o único que muda é a organização da prestação do serviço, sem perder seu caráter de interesse público.

A *teoria principal-agente* permite explicar a discricção do regulador, a verdadeira fonte de rendas monopolísticas e os motivos pelos quais as indústrias têm poder para influenciá-lo. A agência reguladora percorreria um ciclo vital. No início, quando o interesse e a supervisão do poder legislativo e dos cidadãos ainda é forte, e a motivação dos reguladores é alta, o risco de captura é pequeno e o regulador frequentemente atua em favor do interesse público.

Porém, diminuindo o interesse no debate público pela regulação, e o aumento do contato entre regulador e empresas reguladas, o regulador fica mais vulnerável à captura dos interesses privados da indústria. O risco de captura, segundo esta teoria, aumenta com o passar do tempo

Já o modelo *principal-agente-cliente* é explicado a partir de uma relação triangular entre a autoridade do governo (principal), o servidor público ou burocrata (agente), e um cidadão (cliente), que se relaciona como o Estado. Onde o principal apresenta um maior interesse pelo bem comum do que o agente, que é contratado para atuar representando o principal.

No entanto, a regulação é necessária e há um ponto muito importante para esta discussão: toda regulação implica em oportunidades e incentivos corruptos. Os serviços públicos não somente se caracterizam por possuírem uma estrutura de monopólio natural, em um dos anéis da cadeia produtiva, se não também pela existência de fortes externalidades meio ambientais e sociais.

Abolir a regulação seria entrar no jogo da indústria, ou seja, entrar em mercados com pouca concorrência e com usuários cativos. No marco da discussão sobre a contratação externa de serviços públicos, por vezes as empresas públicas podem ser mais eficientes do que as empresas privadas e um monopólio privado pode ser pior do que um monopólio público, pois é mais difícil de controlar. Dessa forma, a alternativa mais apropriada para a produção pública seria a produção privada regulada.

Dessa forma, é melhor minimizar este “mal necessário”, mediante mecanismos e políticas de prevenção no processo de regulação. Para melhorar esses mecanismos poderiam ser cumpridos dois aspectos essenciais. Conseguir uma autonomia real, tanto da política como das empresas reguladas, aumentar o investimento na melhoria da informação sobre as empresas e seus mercados, e dividir esta informação de forma transparente, coisas que inegavelmente vêm se aprimorando na CVM.

No que se refere ao Caso TIM, acreditamos que não houve uma influência direta e consciente dos entes regulados, mas fica evidente que, diante de uma questão tão controvertida, como a definição de alienação de controle, as concepções que cada um dos Diretores trazem consigo influenciaram o resultado do julgamento.

Da Legislação aplicável ao Caso TIM

A. O artigo 254-A da Lei das S.A. como norma de ordem pública

Merece especial destaque a questão de qual legislação seria aplicável ao Caso TIM. Frise-se, entendemos que, por força do princípio da ordem pública, **não** houve conflito de

normas no espaço, de forma que não haveria de se falar sobre a aplicação das regras de integração contidas na LINDB.

Com efeito, trata-se o artigo 254-A de uma norma de ordem pública, uma vez que de sua aplicação decorrem reflexos que transbordam a esfera jurídica da companhia alvo da alienação de controle.

Tendo em vista que a norma contida no artigo 254-A da Lei das S.A. se traduz em proteção aos minoritários que, indiscutivelmente, repercute na decisão dos agentes do mercado em relação à realização de determinadas operações societárias, tal dispositivo legal envolve diretamente a segurança jurídica do todo o mercado de capitais, de forma que, considerando o princípio da ordem pública, não caberia ao aplicador do Direito afastá-lo na solução da lide.

O princípio da ordem pública originou-se da desvinculação entre o interesse público e privado, apresentando-se como um conceito amplo e vago, havendo de ser averiguado no caso concreto. Ele representa todo um reflexo do conjunto de valores (morais, éticos e jurídicos), normas e princípios existentes em uma sociedade.

No Direito Internacional Privado, a ordem pública se apresenta como um limite à aplicação da legislação estrangeira. É a ordem pública que irá impedir a aplicabilidade de legislação estrangeira que cuja utilização poderia ocasionar um resultado incompatível com a ordem pública existente no país onde alguma lide é discutida. Este é o chamado efeito negativo da ordem pública^x.

Vale mencionar, tramita no Congresso Nacional o Projeto de Lei nº 269^{xiii} - PLS nº 269 que objetiva a mudança da –LINDB, em cuja justificação a ordem pública é mencionada como “*o mais importante princípio do direito internacional privado tanto nas fontes internas, como nos diplomas internacionais*”.

Portanto, uma vez sendo obrigatória a aplicação da legislação brasileira ao Caso TIM, não houve, ao contrário do que sustentavam as partes e os Diretores da CVM, conflito de normas no espaço, sendo, pois, inaplicáveis as regras de integração contidas nos artigos 9º e 11 da LINDB.

B. A decisão a respeito da legislação aplicável como prejudicial de mérito

Mesmo havendo divergência dos Diretores da CVM a respeito da legislação aplicável, considerando tratar-se esta autarquia de um órgão colegiado, tal questão haveria de ser decidida, por maioria de votos, previamente ao julgamento do mérito objeto principal do processo administrativo.

Com efeito, a definição de qual ordenamento jurídico seria aplicável é um antecedente lógico do mérito, caracterizando o que a doutrina processualista denomina de questão prejudicial, a qual deve, necessariamente, ser decidida antes de julgado o mérito do objeto principal do processo.

A alienação de controle e a OPA no Direito Comparado

Diante da crescente complexidade do mercado de capitais brasileiro, não raras vezes deparamo-nos com fatos que, apesar de disciplinados pelo ordenamento jurídico pátrio, não contam com o amparo de uma jurisprudência uníssona.

Cumprе ressaltar, durante o processo hermenêutico cumpre ao intérprete da lei restringir-se ao contido em nosso ordenamento jurídico, levando em consideração, portanto, exclusivamente suas regras e princípios. Contudo, isso não significa dizer que não possível que o intérprete lance mão de ferramentas que lhe permitam melhor compreender a *mens legis* de determinada norma.

Neste sentido, o Direito Comparado pode apresentar-se como importante ferramenta interpretativa da legislação pátria. Isto porque, não sendo o Direito uma ciência passível de

ser testada no bojo de circunstâncias artificialmente criadas – como ocorre a física ou a química, por exemplo –, a experiência de ordenamentos jurídicos alienígenas podem fornecer ao intérprete certa noção quanto ao resultado da aplicação de uma norma em determinado sentido, verificando se seria esta ou aquela a consequência querida por nossa lei.

Assim, tendo em vista que a interpretação da norma contida no artigo 254-A da Lei das S.A. apresenta ainda grande controvérsia em relação a se o direito de *tag along*^{xvii} se aplica ou não na hipótese de alienação de controle exercido por titulares de ações com direito a voto que representem menos da metade do capital votante, analisaremos tal instituto, assim como as espécies de ofertas obrigatórias de aquisição em ordenamentos jurídicos alienígenas, mais especificamente nos ordenamentos jurídicos americano, inglês, francês, canadense e espanhol.

A. União Européia

A diretiva europeia é um ato legislativo de competência da União Européia que traça um resultado que deve ser alcançado pelos Estados-Membros. Há nelas uma flexibilidade, por onde os países decidem os meios pelos quais atingirão esse resultado. As diretivas podem ser adotadas através de uma variedade de procedimentos legislativos, em função do seu objeto.

A Diretiva 2004/25/EC trata da publicidade de ofertas públicas feitas na competência territorial dos Estados Membros. Nos termos da diretiva, uma aquisição deve ser regulada pela autoridade de supervisão em que a empresa-alvo tem a sua sede, sendo, nesse caso, as ações admitidas à negociação em um mercado regulamentado no Estado-Membro.

Se uma empresa não tem a sua sede social e ações admitidos à negociação num mercado regulamentado no mesmo Estado-Membro, esta empresa ficará sujeita a dois conjuntos de regras e os reguladores terão jurisdição sobre os diferentes elementos da oferta.

A idéia inicial de criação da diretiva é baseada no grande número de benefícios que o “takeover panel” ofereceria para as companhias, investidores e principalmente para a economia da Europa como um todo.

Eles fornecem um meio para que as empresas atinjam uma escala ótima, uma pré-condição para competir eficazmente em um sistema integrado como o mercado europeu, bem como sobre o mercado global. Ajudam também na divulgação de boas práticas de gestão e tecnologia, e assim, melhoram a qualidade da gestão corporativa. Essas operações também são benéficas para investidores, permitindo-lhes obter um melhor retorno sobre os seus investimentos.

O objetivo da proposta da Comissão foi contribuir para a exploração de tais benefícios a nível europeu e promover a integração dos mercados de capitais europeus, criando condições favoráveis para o controle das empresas que fazem parte deste mercado, por intermédio de eficientes mecanismos de compra, um quadro regulamentar comum e direitos fortes principalmente para acionistas minoritários.

A diretiva facilita a atividade de aquisição através da remoção de alguns dos principais obstáculos da empresa relacionadas com a permissão ao abrigo do direito nacional das sociedades. Esses obstáculos significavam que as aquisições não podiam ser realizadas em igualdade de condições nos diferentes Estados-Membros.

Porém, duas principais disposições da diretiva – a **neutralidade e o avanço** - foram consideradas particularmente importantes neste contexto. Estas regras restringem o uso ou disponibilidade de dois diferentes tipos de instrumentos que podem ser aproveitadas pelas empresas principalmente para impedir ofertas hostis.

Para ter em conta as diferenças nas defesas de compra aplicadas em toda a UE, a proposta da Comissão abrange ambos os tipos de defesas, a fim de garantir condições de concorrência equitativas entre os Estados-Membros.

A diretiva permite que os Estados-Membros desviem consideravelmente a nível nacional seus regulamentos, porém mantendo suas disposições fundamentais.

O impacto final da diretiva nos Estados Membros, portanto, depende em grande parte sobre as modalidades da sua aplicação e na medida em que eles vão usar a isenção prevista na diretiva.

Mesmo após a implementação da diretiva, os Estados poderão promover estes mecanismos de autodefesa, que acabam por impedir a mudança de controle sobre as empresas podendo aplicar as defesas sobre as empresas ou tornar uma aquisição mais difícil ou onerosa. Fixam então, gestões que tornam as empresas imunes à invasores hostis. Existem duas categorias de mecanismos de defesa.

Defesas Pós-oferta ("Post-bid defences"), onde são colocados em prática, uma vez que a empresa torna-se objeto de uma OPA. Elas podem ser feitas de várias maneiras. São exemplos dela:

"Greenmail". Consiste na recompra das ações alvo do licitante no prêmio, em troca de um acordo com o mesmo de não fazer uma oferta hostil até um determinado momento. Em alguns aspectos, ele também poderia ser considerado uma defesa preventiva: na verdade um Licitante poderá comprar algumas ações da empresa alvo e só depois lançar uma oferta hostil. A administração da empresa alvo pode antecipar o Licitante, propondo um acordo de especuladores. É, em outras palavras, uma espécie de suborno. É instrumento potencialmente poderoso nas mãos dos gestores da empresa alvo, que podem usá-lo para proteger as suas posições, ao invés de dos acionistas interessados. É por isso que às vezes os gerentes são impedidos de usar greenmail.

"White Knight". O alvo deve encontrar um licitante amigável para contrastar com a oferta hostil, sendo ele o "White Knight".

"Participação dos trabalhadores. Programas Stock ESOP". São os fundos de pensão que detêm ações da empresa-alvo como um investimento. Ele é visto como uma versão menos dispendiosa do White Knight.

"Pac-Man". É uma reação um tanto quanto agressiva, consiste em a empresa alvo lançar uma oferta sobre o balcão licitante. Os efeitos podem ser severos, visto que, as duas firmas podem recorrer a empréstimos para comprar ações da contraparte: a empresa em foco poderia assim ser mais alavancada.

"Litígio". Muitas vezes há tentativa de retardar o processo de licitação levando o caso para os tribunais. O litígio frequentemente é causado por políticas antitruste, violação dos regulamentos de aquisição, divulgação indevida pela licitante, etc. Nesta forma as empresas podem ganhar tempo suficiente para construir defesas adicionais.

Defesas Pré-oferta ("Pre-bid defences") agem constituindo obstáculos para aquisição de ações da empresa, por intermédio, por exemplo, de restrições de transferência de ações contidas no estatuto da empresa, ou para o exercício do controle na assembleia geral, por restrição nos votos, até mesmo com ações com múltiplos direitos de voto. Existem outros exemplos mais usados de defesas pré-ofertas. São eles:

"Recapitalização alavancada". Uma empresa pode decidir, após a aprovação dos acionistas, empregar capital emprestado pesadamente para recomprar ações ou para financiar os dividendos. Em ambos os casos, a sociedade se torna alvo menos atraente já que suas capacidades de endividamento são diminuídas, e a dívida pode ter sido a opção do licitante para financiar a aquisição. O preço das ações aumentam devido ao aumento da demanda ou o aumento dos dividendos. Também podem empregar plano de ações persuadir os acionistas a apoiar a gestão atual em uma luta de proxy ou desmantelar uma oferta de compra.

"Reestruturação". Reestruturações na empresa podem acarretar alienação de alguns ativos-chave, uma empresa grande aquisição ou mesmo a liquidação dela. Todos esses são

impedimentos para um potencial concorrente, uma vez que após essas operações, uma operação de aquisição se torna inviável ou muito caro para empreender.

“*White Squire*”. É similar ao “*White Knight*”, é uma companhia que compra um bloco sem ganhar o controle, ele normalmente concorda em votar em alinhamento com a empresa alvo.

Tais instrumentos de defesa acabam por impedir a padronização da reestruturação societária na Comunidade Européia, em decorrência das diferenças arbitrárias nas culturas de governança e gestão.

A regra da neutralidade disposta na Diretiva já citada age nesses mecanismos de defesa, no caso de defesa pós-oferta, prevê que durante o período de oferta, o conselho de administração da sociedade visada deve obter autorização prévia da assembleia geral de acionistas antes de tomar qualquer atitude que possa conduzir à frustração da oferta (artigo 9). Limitando, desta maneira, o poder do conselho para somente levantar obstáculos às aquisições hostis em detrimento dos interesses dos acionistas.

No que tange as defesas de pré-oferta, esta regra é considerada um instrumento radical para facilitar a aquisição, pois permite que um licitante vencedor possa remover a barreira criada pela empresa-alvo e modificar os seus artigos de estatuto social que dizem respeito à associação (Artigo 11).

Já com base no princípio da proporcionalidade entre o capital e o controle, essa regra substitui múltiplos direitos de voto na assembleia geral, que possibilitam a defesa pós-oferta, bem como atua também na primeira reunião geral na sequência de uma oferta pública de aquisição bem-sucedida.

Os Estados-Membros poderão optar entre a imposição destas regras ou não. No entanto, se um Estado-Membro decidir tornar obrigatória, não se pode impedir que as empresas apliquem essas regras voluntariamente. Esta decisão, por sua vez, terá de ser aprovada pela assembleia geral e pode ser revertida da mesma forma.

Outro compromisso que deve ser seguido no caso de aplicação dessas regras é a reciprocidade, que permite que os Estados-Membros afastem essas defesas se um concorrente não estiver sujeito às mesmas regras.

Um dos problemas com a reciprocidade é que há uma série de incertezas sobre quais Estados-Membros estão a tomar diferentes pontos de vista, como se as disposições de reciprocidade deverão ser aplicadas ou não contra os concorrentes de países terceiros. Tal poder só poderá ser utilizado com a permissão do Estado Membro e da assembleia geral.

A diretiva estipula que um squeeze-out deve ser permitido quando entre 90% e 95% das ações alvo foram adquiridos (artigo 15), e deixou os Estados membros a fixar seus próprios limites e prazos. A maioria dos países manteve seus limites existentes.

Empresas com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado serão obrigadas a publicação de informações detalhadas em seus relatórios anuais sobre as restrições de transferência de ações e estruturas acionistas, acordos significativos de que a empresa é parte e como foram afetadas por uma mudança de controle em uma aquisição (artigo 10).

Passando pela diretiva, vemos regras que nortearão a regulamentação das Ofertas Públicas. Entre elas estão a clareza e a transparência, certamente com objetivo de dar aos acionistas minoritários maior ciência dos atos que ocorrerem durante a OPA. Uma das medidas que deve ser tomada para que tal fato ocorra, é a criação pelos Estados-Membros de autoridades que supervisionem a oferta, regulando-a.

Tal regulamentação deve ser flexível a novas circunstâncias do mercado, adaptando-se as mesmas. Esta flexibilidade se mostra essencial, visto que o cenário do controle acionário está em constante mudança. O controle indireto, um dos focos do nosso estudo, mostra-se como um grande exemplo disso.

Se cumpridos os requisitos, a OPA deve ser obrigatória nos Estados Membros, podendo ser estabelecida oferta parcial ou simultânea.

A Diretiva em questão não retroage a incorporações que tiverem ocorrido anteriormente à implementação de tal regulamentação no Estado Membro de sua competência.

Em regra, deverá ser considerada aquisição de controle, aquelas que envolvam detenção de Ações Ordinárias com direito a voto. Há, porém, o poder por parte dos Estados Membros de criar exceções a essa regra.

Deve também ser implementado um prazo para aceitação da Oferta por parte do acionista minoritário, que fica a cargo do Estado Membro especificar.

Para o regular cumprimento da Diretiva, deverão ser imputadas sanções aos que não a seguirem devidamente.

Legislação Italiana

Acionistas no mercado financeiro italiano têm direitos geralmente fortes, embora a maioria do capital social em muitas empresas italianas seja realizada por um ou para um grupo de acionistas que controlam a maioria dos direitos de voto. Além disso, o conselho geralmente é composto por membros não independentes, nomeados pelo acionista controladores, ocorrendo recorrentes entre controladores e acionistas minoritários.

Na Itália, o poder dos acionistas tradicionalmente tem se concentrado em bancos e empresas familiares. Tal estrutura de mercado está em evolução, movida por um nível aceitável de liquidez, uma mudança de poder em relação às instituições de investimento e um mercado de aquisição muito ativo. Sugerindo assim que logo haverá uma distribuição mais uniforme de direitos pelos acionistas.

O desenvolvimento do mercado no país acelerará o engajamento dos acionistas e o ativismo do mercado, que atualmente ainda não se encontra muito forte.

Até a presente data, a maioria das mudanças tem sido impulsionada por acionistas controladores forçando uma gerência de estilo antigo, com pouca interferência de acionistas minoritários.

Alguns emitentes italianos tem feito um esforço substancial não só para divulgar o sistema de governança de sua empresa, mas também para modificar seus sistemas em conformidade com as disposições do Código de Governança Corporativa. Algumas instituições financeiras italianas, conhecidas como *banche popolari*, são regidas por um conjunto especial de regulamentos e regras de governança corporativa muito diferente daquelas que outros emitentes seguem.

O direito dos acionistas é regido por três conjuntos básicos de regras e regulamentos. São eles o Código Civil italiano, o Decreto Legislativo nº58/1998 e o Código de Governança Corporativa de 2006, chamado por ele de “*codice di autodisciplina*”.

Este último foi aprovado por uma comissão da bolsa de valores, que estabeleceu e definiu princípios de governança a serem seguidos por empresas italianas listadas. A *Borsa Italiana*, que organiza e gere a bolsa de valores italiana, controla tanto a implementação do código pelos emitentes quanto o desenvolvimento contínuo de seu quadro regulamentar.

As empresas que adotam o Código de Governança Corporativa, no todo ou em parte, devem fazer anualmente um relatório definindo implementações e seu modo de execução. E até mesmo porque não teria cumprido certas regras.

O código em questão é baseado nos seguintes princípios:

(i) *Assegurar a base para uma efetiva Governança Corporativa* - as novas alterações na legislação societária italiana contribuíram para a proteção aos acionistas. Tais alterações resultaram em uma exigência onde os estatutos de todos os emitentes italianos incluam processos específicos que assegurem compromissos equitativos para o conselho de diretores.

Além disso, há a obrigação de divulgação pelas empresas de informações sobre a sua conformidade com o respectivo código de conduta adotado.

(ii) *Os direitos dos acionistas e como usar suas ações* - o Código Civil, que contém as principais disposições com relação ao tratamento e os direitos dos acionistas, e os regulamentos CONSOB exigem que os membros do Conselho de Administração, Conselho de Revisores Oficiais de Contas, bem como gerentes gerais da empresa desempenhem os seus deveres com a devida diligência e se responsabilizem por perdas decorrentes do não cumprimento das suas responsabilidades. Uma emenda de 2008 ao Código de CG exige que as empresas, tanto quanto possível, garantam que acionistas tenham acesso a informações de modo a compreender e exercer seus direitos. Voto por procuração é permitida na Itália, mas está sujeita a certas restrições.

(iii) *Tratamento equitativo dos acionistas* - a Lei exige tratamento equitativo entre emitentes. As novas leis prevêem mecanismos para que acionistas minoritários nomeiem administradores bordo. Todos os emitentes italianos devem ter pelo menos um diretor que represente os acionistas minoritários sem ligação alguma com os majoritários, tendo assim maior número de votos.

(iv) *O papel das partes interessadas na Governança Corporativa* - como exemplo desse papel destaca-se a atualização da Lei de Falências. Todos os interessados em um sadio sistema de governança corporativo devem e podem propor implementação de novas regras tanto no estatuto quando na legislação do país para seu aprimoramento.

(v) *Divulgação e Transparência* - os requisitos de divulgação e relatos financeiros aplicáveis às empresas na Itália são muito rigorosos, particularmente em comparação com outros países europeus. No entanto, sanções pecuniárias e administrativas que poderiam ser aos emitentes ou a gestão de violação destes requisitos permaneceram limitadas na prática. As empresas italianas são obrigadas a elaborar relatórios trimestrais, semestrais e anuais, e publicar demonstrações financeiras numa base anual. A CONSOB tem o poder de recomendar normas de contabilidade e auditoria para as entidades listadas. Por outro lado, as normas de contabilidade italiana são editadas pelo Órgão Italiano de Contabilidade.

(vi) *A Competência do Conselho* - como parte da estrutura incomum da Itália corporativa, acionistas de empresas tradicionais italianas elegem um Conselho de Administração, bem como um conselho independente de Revisores Oficiais de Contas. A primeira tem a autoridade para avaliar a adequação dos planos de negócios e organização, enquanto o segundo é responsável por avaliar a governança e as questões de controle interno, e monitoramento da empresa de auditoria externa. Enquanto uma comissão independente de Administração é essencial para proteger os direitos dos acionistas, não há requisitos legalmente obrigatórios para a independência da Diretoria na Itália. Como já citado anteriormente, é obrigatório que se eleja para o Conselho de Administração um representante dos acionistas minoritários. No entanto, a eficácia desta disposição é limitada na prática, já que a capacidade de qualquer membro da direito agindo unilateralmente é restrita.

No que tange o tema de nosso estudo, os artigos 102 a 112 do já citado Decreto Legislativo nº58/98 o aborda com muita clareza.

Inicialmente, é mencionado o procedimento que deve ser tomado pela empresa ofertante. A CONSOB após analisar as informações específicas da oferta poderá indicar o regime específico para a publicação dos documentos da oferta, caso não houver cumprimento deste regime indicado pelo órgão regulador, o mesmo poderá invalidar a oferta.

O regime exigido pela CONSOB poderá variar de acordo com a espécie desta oferta, os quais estão definidos nos artigos 106 a 108. A oferta é a OPA totalitária, que acontece quando o resultado de uma compra é uma participação que excede o limite de trinta por cento.

“Art. 106. Offerta pubblica di acquisto totalitaria

1. Chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento, promuove un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni quotate in mercati regolamentati italiani con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105.”

Insta salientar que o acionista é considerado participante das decisões da empresa quando possui uma ação, que também poderá ser detida indiretamente através de mandatários ou candidatos, do capital representado por ações que dão direito a voto nas deliberações dos acionistas relativos à nomeação ou a revogação ou a responsabilidade de administração ou vigilância.

“Art. 105. Disposizioni generali 2. Ai fini della presente sezione, per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, del capitale rappresentato da azioni che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.”

Lei italiana de Incentivos econômicos esboça provisões acerca da oferta pública obrigatória. A lei estipula que qualquer pessoa que tenha mais de 30 por cento das ações listadas em um empresa pode aumentar a sua participação por até 5 por cento sem lançar uma oferta pública obrigatória sobre a restante das ações de emissão. Isso representa um aumento face o limite anterior de 3 por cento, previamente definidos pelo Regulamento da CONSOB.

Na OPA totalitária haverá regulamentação específica quando o percentual é alcançado através da compra de participações em empresas cujos ativos são compostas principalmente de títulos emitidos por outras sociedades cotadas; quando a obrigação de fornecer surge por compras por aqueles que já têm a participação superior a 30% sem ter a maioria dos direitos de voto na ordinárias; e quando a consideração da oferta pode ser constituída, no todo ou em parte, de instrumentos financeiros. O que nos leva a concluir que qualquer recompra de ações, indiretamente, aumenta o poder de voto existente dos acionistas majoritários.

A CONSOB estabelecerá em regulamento os casos em que a superação da participação de 30 por cento não implica a obrigação de oferecer por ocorrer nos casos em que:

- dirigir-se a operações de salvamento de empresas em crise;
- transferência de ações ao abrigo do artigo 105 de indivíduos relacionados por relação de investimento significativo;
- causas além do controle do comprador;
- as operações de natureza temporária;
- uma fusão ou cisão

Além disso, a obrigação de oferta não se aplica, ainda que alcançado os 30 por cento, se for feita logo após outra aquisição que fez jus a OPA.

“Art. 106. Offerta pubblica di acquisto totalitaria
4. L'obbligo di offerta non sussiste se la partecipazione indicata nel comma 1 è detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto diretta a conseguire la totalità delle azioni previste nel medesimo comma.

5. La CONSOB stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 non comporta l'obbligo di

offerta ove sia realizzato in presenza di altri soci che detengono il controllo o sia determinato da:

- a) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi;*
- b) trasferimento delle azioni previste dall'articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione;*
- c) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente;*
- d) operazioni di carattere temporaneo;*
- e) operazioni di fusione o di scissione.”*

No caso da OPA residual, o possuidor de uma participação de mais de 90 por cento das ações promove uma oferta pela totalidade das ações com direito a voto, ao preço fixado pela CONSOB, se não for restabelecida dentro de cem dias de um flutuante suficiente para garantir o normal desenvolvimento das negociações.

“Art. 108. Offerta pubblica di acquisto residuale

- 1. Chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento delle azioni ordinarie promuove un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni con diritto di voto al prezzo fissato dalla CONSOB, se non ripristina entro centoventi giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.”

Em caso de violação das obrigações previstas acima, os direitos de voto inerentes a toda a exploração não poderá ser exercido e as ações que excedam as percentagens previstas na regulamentação específica devem ser vendidas dentro de 12 meses

Legislação Inglesa

A disciplina inglesa para a alienação de controle acionário possui algumas similitudes em relação ao regime adotado no Brasil, ao mesmo passo que apresenta significativas diferenças em relação ao ordenamento jurídico dos Estados Unidos^{xviii}, conforme pode-se verificar a seguir.

O principal arcabouço normativo para a alienação de controle acionário no Reino Unido é o *City Code on Takeovers and Mergers* (“*Takeover Code*”). Suas disposições **não** continham, a princípio, um caráter cogente a todos os membros do Mercado de capitais. Isto porque afigurava-se como um emaranhado de regras a serem adotadas **volunrariamente** pelas companhias.

No decorrer da sua vigência, o *Takeover Code* adquiriu cada vez mais importância para o mercado de capitais inglês, até que seu descumprimento passou a representar um grave dano à reputação de uma companhia.

Cumprido ao *Takeover Panel* a fiscalização e regulação das matérias referentes às fusões e aquisições disciplinadas pelo *Takeover Code*. Este órgão foi estabelecido em 1968, e os procedimentos por ele adotados estão disciplinados primordialmente pelo *Takeover Code*.

Conforme mencionado acima, a Diretiva Européia 2004/25/EC estabeleceu certas regras a serem adotadas pelos países integrantes da União Européia no que tange à alienação de controle. Dentre estas regras, ficou estipulada a obrigatoriedade de que todos os Estados membros da União Européia possuam entidades supervisoras de seus mercados de capitais^{xix}.

Em virtude de tal determinação, em 08.11. 2008, a *Companies Act 2006*^{xx}, lei societária inglesa, estabeleceu que a observância ao *Takeover Code* deixasse de ser voluntária e passasse a ser obrigatória. Desde então, o *Takeover Panel* exerce a autoridade regulatória no âmbito

das transferências de controle ocorridas no Reino Unido. A Esse respeito, versa o Item 1 da Introdução ao *Takeover Code*:

“The Panel on Takeovers and Mergers (the ‘Panel’) is an independent body, established in 1968, whose main functions are to issue and administer the City Code on Takeovers and Mergers (the ‘Code’) and to supervise and regulate takeovers and other matters to which the Code applies in accordance with the rules set out in the Code. It has been designated as the supervisory authority to carry out certain regulatory functions in relation to takeovers pursuant to the Directive on Takeover Bids (2004/25/EC) (the ‘Directive’)”.
(grifamos)

A disciplina adotada pelo *Takeover Code* busca primordialmente garantir o tratamento equitativo entre os acionistas quando de uma alienação de controle, de forma a assegurar que todos sejam tratados da mesma forma no âmbito da operação de “compra” da companhia.

As decisões e os procedimentos adotados pelo *Takeover Panel* não se baseiam somente nas regras, mas principalmente nos princípios contidos no *Takeover Code*, sempre levando em consideração as peculiaridades do caso *in concreto*.

Tal como ocorre nos Estados Unidos e no Brasil, todo aquele que realizar uma oferta pública com vistas a aquisição de ações de uma companhia aberta do Reino Unido estará sujeito ao cumprimento do *full disclosure*, assim como a pagar o mesmo preço pelas ações de todos os acionistas abrangidos pela oferta.

Contudo, as regras que visam a promoção da igualdade dos acionistas da companhia alvo do Reino Unido vão além da disciplina estadunidense^{xxi}. Assim como no Brasil, vigora no Reino Unido a obrigatoriedade de o adquirente do controle da companhia realizar uma oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de titularidade dos demais acionistas^{xxii}.

Vale ressaltar, o *Takeover Code* define que o controle é exercido por detentores de pelo menos 30% das ações com direito a voto que reúnem o mesmo, ou conjunto de interesses, sendo que para tal definição, é indiferente se o interesse ou conjunto de interesses exerça de fato o controle. *In verbis*:

“Control means an interest, or interests, in shares carrying in aggregate 30% or more of the voting rights (...) of a company, irrespective of whether such interest or interests give de facto control”.^{xxiii}

Nesse sentido, o direito de *tag along* pode ser exercido pelos acionistas titulares de ações com direito a voto em face do adquirente de um montante igual ou superior a 30% das ações com direito a voto da companhia, sendo indiferente se tal montante foi adquirido em uma ou diversas transações^{xxiv}.

Portanto, além de garantir aos acionistas o direito de retirarem-se da companhia no caso de alienação de controle, assim como o pagamento do mesmo preço oferecido ao alienante do controle, ao estipular um percentual fixo como “gatilho” à realização de uma oferta pública de aquisição por alienação de controle, a legislação inglesa oferece maior segurança jurídica ao Mercado de capitais.

Note-se, maior segurança também em virtude da possibilidade de o *Takeover Panel* exercer uma função consultiva. Ou seja, caso as partes envolvidas em operações de fusões e aquisições assim o desejarem, poderão consultar previamente se o *Takeover Panel* entende

que determinada operação representa ou não alienação de controle acionário. Ademais, mesmo em decisões tomadas *a posteriori*, os procedimentos determinados pelo *Takeover Code* acabam por favorecer a celeridade nas decisões do *Takeover Panel*.

O Conselho de Aquisições e Fusões

Conforme explica Nelson Eizirik “*O Takeover Panel não emite regras societárias. Ele possui normas baseadas num código de princípios*”, o mesmo autor elenca tais princípios:

- (i) Absoluta igualdade entre os acionistas nas operações de troca de controle (ou seja, um *tag along* de 100%);
- (ii) Sigilo Absoluto até a negociação ser pública e oficial;
- (iii) Amplo acesso a informação após a divulgação;
- (iv) Flexibilidade e rapidez;
- (v) Nas OPAs, a última palavra é sempre dos acionistas e nunca do CA;

A partir dessa idéia, está sendo criado, no Brasil, o CAF (Comitê de Aquisições e Fusões), que será uma entidade de natureza privada formada pelas principais associações do Mercado Brasileiro. Que seria de aderência voluntária.

Caso uma Companhia anua ao CAF, sua OPA estará sujeita a fiscalização e regulação do CAF. Caso uma Companhia não anua previamente ao CAF, pode submeter a OPA ou operação que a entidade fiscalize e regule para dar maior seriedade, transparência e celeridade.

Legislação Francesa

A legislação francesa sobre o mercado de valores mobiliários encontra-se dispersa no *Code de Commerce* de 1807 (Código de Comércio Francês), e o *Code Monétaire et Financier* (Código Monetário e Financeiro). Em agosto de 2003, ambos os Códigos foram alterados pela *Loi de Sécurité Financière* (Lei do Mercado Financeiro), que também criou a *Autorité des Marchés Financiers* – novo órgão regulador do mercado de capitais francês^{xxv}.

Nesse contexto, relativamente ao conceito de acionista controlador, o Artigo L233-3^{xxvi} do Código de Comércio Francês, conforme alterado, estabelece que haverá controle societário (i) quando uma sociedade detém diretamente ou indiretamente, uma fração do capital social que lhe confere a maioria dos direitos de voto das assembleias gerais da controlada; (ii) quando essa sociedade possui, sozinha, a maioria dos direitos de voto em virtude de um acordo de acionistas firmado com outros acionistas e que não é contrário ao interesse da companhia; (iii) quando a sociedade determinar de fato, pelo direito de voto a que faz jus, as decisões nas assembleias gerais da companhia; (iv) quando a sociedade for associada ou acionista da empresa e tiver o poder de nomear ou destituir a maioria dos membros da administração, direção ou fiscalização.

Ademais, segundo o mesmo artigo, presume-se que a sociedade exerce o controle de uma companhia quando, direta ou indiretamente, possui direitos de votos superiores a 40% de seu capital social e nenhum outro acionista detenha, também direta ou indiretamente, fração maior do que a sua própria.

Continua o artigo no sentido de que, duas ou mais pessoas atuando em conjunto são considerados controladores conjunto quando determinam, de fato, as deliberações tomadas nas assembleias gerais da companhia.

No que diz respeito ao *tag along*, conforme ressaltado por Roberta Nioac Prado, em estudo^{xxvii} sobre o revogado artigo 254 da Lei das S.A., a regulamentação da OPA por alienação de controle na França não se deu espontaneamente, mas apenas após uma sucessão de casos em que a alienação de controle resultou em prejuízo aos acionistas minoritários.

Dentre esses casos, a autora destaca a transferência de controle do grupo *LVMH – Louis Vuitton Moët Hennessy* que se iniciou em 1988, tendo fim em 1989. Na ocasião, a empresa

Arnault and Guinness exercera o controle de fato da *LVMH* durante cerca de um ano, ao final do qual adquiriu novo bloco de ações em bolsa que lhe proporcionou o controle de direito (majoritário) da companhia em questão. Uma vez que a tomada de controle se deu em partes, via escalada em bolsa, sem a prévia contratação com os controladores anteriores, a empresa *Arnault and Guinness* não teve que realizar oferta pública de aquisição de ações dos acionistas minoritários.

Tendo por base esse cenário e a necessidade de se ter uma legislação que protegesse os acionistas no caso de troca de controle acionário, foi editada a Lei nº 89.531, em 02/08/1989, determinando que toda vez que alguém adquirisse o controle de companhia aberta mediante contrato privado de cessão de ações (aquisição de um terço das ações ordinárias da companhia, ou mais), estaria obrigado a realizar oferta pública, no pregão da bolsa de valores, na qual a companhia tivesse suas ações cotadas, para a aquisição das demais ações ordinárias de propriedade dos acionistas minoritários, pelo mesmo preço e nas mesmas condições contratadas, pelo procedimento denominado *garantie de cours*^{xxviii} (oferta contínua de compra de ações).

É interessante notar que a Lei nº 89.531 também reforçou a obrigatoriedade de os acionistas comunicarem ao mercado toda vez que atingissem participação relevante nas companhias, definidas em 5%, 10%, 20%, 33,33%, 50% e, ainda, 66,66%, sob pena de perderem, por dois anos, seus direitos de voto.

Em 1992, a norma sobre OPA por alienação de controle foi alterada para incluir na oferta todas as ações da companhia, com direito de voto ou não.

No entanto, no início de 2011, o procedimento de oferta contínua de compra de ações em decorrência da aquisição de 1/3 do capital votante da companhia foi extinto, em decorrência da aprovação de emendas ao “Livro II – Os emitentes e Divulgação de Informações” do regulamento Geral da *Autorité des Marchés Financiers*, relativas às ofertas públicas no mercado francês.

De acordo com essas alterações, restou estabelecido que o limite de referência para a apresentação de uma proposta de oferta de aquisição foi reduzida de um terço para 30% do capital da companhia ou dos seus direitos de voto.

Nesse sentido, determinou-se que investidores que detinham entre 30% e 33,33% do capital ou ações votantes da companhia em 01/01/2010 continuariam sujeitos ao limite de 1/3 para a realização de oferta pública, desde que o investidor continuasse detendo ações entre esses dois limiares.

Já os investidores que aumentaram sua participação entre 30% e 33,33% do capital social ou dos direitos de voto da companhia entre 01/01/2010 e 01/02/2011, teriam até 01/02/2012 para reduzir os seus investimentos abaixo de 30%. Caso contrário, o investidor será obrigado a apresentar uma proposta de oferta pública de aquisição das demais ações da Companhia.

Legislação Portuguesa

Em Portugal no mercado de capitais temos como principais legislações o e o Código de Valores Mobiliários Português^{xxix} e o Decreto-Lei n. 219/2006^{xxx}, um dos diplomas alteradores do referido Código. Tal mercado é fiscalizado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)^{xxxi}.

De acordo com o Código de Valores Mobiliários Português, a oferta pública de aquisição será obrigatória quando houver a detenção de um terço ou da metade das ações com direito de voto. A oferta deverá ser sobre a totalidade das ações e dos demais valores mobiliários da sociedade. Haverá mitigação da obrigatoriedade da oferta para as sociedades que não possuam suas ações ou valores mobiliários que confirmam direito a subscrição ou aquisição admitida a negociação no mercado regulamentado.

A obrigatoriedade também será mitigada quando a pessoa a que se sujeitaria a obrigação da oferta provar que não possui o controle acionário, mesmo tendo ultrapassado o limite de um terço exigido para tal ato. No entanto a despeito de haver no Código dispensa da oferta, este acionista que possui mais de um terço, porém sem deter o controle acionário ficará obrigado a prestar informações a CMVM quando houver qualquer tipo de modificação em seu percentual acionário.

O Decreto-Lei nº 219/2006, que foi editado com o objetivo de internalizar as disposições da Diretiva Européia nº 2004/25/CE e assim alterou o Código dos Valores Mobiliários. Nele o legislador português optou por manter os parâmetros para a obrigatoriedade da OPA que já vinha sendo utilizado. A fundamentação para tal manutenção está justamente na abertura legislativa que está contida na Diretiva 2004/25/CE quando não estabelece a percentagem que origina o dever de lançamento da oferta.

Desta forma, a oferta pública de aquisição no mercado português será obrigatória quando o acionista atingir um terço ou metade dos direitos de voto da sociedade a que pertence.

Legislação Espanhola

O mercado de valores mobiliários espanhol é regulado pela Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV. Neste mercado, existem as OPAs são reguladas primordialmente pela Lei nº 6/2007^{xxxiv}; Circular n.8/2008^{xxxv}; e Decreto Real 1.066/2007^{xxxvi}.

A Lei nº 6/2007 teve por objetivo altear a Lei nº 24/1988 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários), que regulava o mercado de valores mobiliários, e incorporar parte da Diretiva 2004/25/CE, conhecida como Diretiva das OPAs, e da Diretiva 2004/109/CE, conhecida como Diretiva da Transparência, ambas resultantes do Plano de Ação dos Serviços Financeiros aprovado pela Comissão Européia com o fim de impulsionar a construção de um mercado financeiro único para a União Européia.

A Lei do Mercado de Valores Mobiliários referente às OPAs, determina que o controle, para fins de OPA, se estabelece quando uma pessoa ou entidade representante de um grupo de acionistas atinge ou supera trinta por cento dos direitos de voto ou quando a participação chegou a um fundo cujo número de diretores designados juntos representam mais da metade dos membros do conselho de administração da sociedade. Prevê também a hipótese de isenção da oferta quando outro acionista ou grupo tenha um percentual de votos igual ou superior àquele que adquiriu a obrigação de fazer a oferta. Como sanção à violação da obrigatoriedade da oferta, este infrator não poderá exercer direito político derivado de nenhum dos valores mobiliários da sociedade da qual seja o novo controlador.

A referida prevê, ainda, mecanismos de anti-takeover, ou seja, medidas de neutralização, que são: ineficácia das restrições de transmissibilidade das ações durante o período de aceitação da oferta; ineficácia das restrições ao direito de voto previstos no estatuto da sociedade afetada e nos acordos de acionistas de dita sociedade, durante a assembleia de acionistas que decidir sobre eventuais medidas de defesa; e ineficácia das duas medidas anteriores quando após uma oferta pública tiver o ofertante adquirido setenta e cinco por cento ou mais das ações com direito de voto da sociedade. A Lei determina que quando na adoção de uma das medidas de anti-takeover a sociedade deve prever uma compensação para compensação da perda sofrida pelos detentores dos referidos direitos.

Essas medidas de anti-takeover poderão não ser aplicadas quando o objeto da OPA feita para uma entidade que não tinha adotado medidas neutralizadoras equivalentes. Importante ressaltar que para a aplicação de qualquer medida de neutralização, será necessária autorização do conselho dos acionistas, a qual deverá ser tomada com antecedência máxima de dezoito meses a publicidade da oferta.

É importante destacar a oferta pública de aquisição não será obrigatória se houver prova de que, mesmo em se atingindo o percentual de trinta por cento do capital social votante, ainda assim este acionista não possui o controle societário, em virtude da existência de outro acionista que o detenha, independente deste alcançar o que determina a lei.

B. Estados Unidos

Nos Estados Unidos, as *Securities Acts* de 1933 e 1934 tornaram obrigatório o registro de todos os valores mobiliários ofertados publicamente e criaram a SEC.^{xxxviii} Afiguram-se, portanto, como diplomas basilares para o mercado de capitais deste país.

Operações que visem à alienação de controle de companhias integrantes do referido mercado devem observar as normas que disciplinam as ofertas de aquisição, a legislação antitruste, tanto nacional^{xxxix} quanto estadual, a regulação específica para cada atividade econômica e as leis estaduais sobre a alienação de controle.

Com efeito, caso o ofertante lance mão de uma oferta pública de aquisição de ações tendo em vista a tomada de controle, deverá observar primordialmente o disposto na *Williams Act*, de 1968, que alterou a *Securities and Exchange Act*, de 1934.

Tal diploma legal disciplina também outras hipóteses que não exclusivamente as ofertas de aquisição de ações. Nesse sentido, aquele que, em diversas transações, adquirir um montante que represente pelo menos 5% das ações em circulação de companhia aberta, deverá registrar determinadas informações sobre tal aquisição perante a SEC^{xl}

Vale ressaltar, as unidades federativas estadunidenses também legislam em matéria societária. Os Estados regulam a alienação de controle acionário de duas formas distintas: com leis estaduais societárias, que disciplinam as atividades das companhias na circunscrição do respectivo estado, e com as leis sobre alienação de controle, que operam de forma similar à *Williams Act*.^{xli}

Muito dificilmente se vê no mercado de capitais dos Estados Unidos uma alienação de controle de companhia de grande porte por meio da transferência de ações que representem a maioria do capital votante^{xlii}. Isto principalmente em virtude da expressiva dispersão acionária das companhias abertas.

Na hipótese de um acionista alienar certo bloco de ações de uma companhia dos Estados Unidos a um terceiro por meio de uma transação privada, os demais acionistas titulares de ações da mesma espécie ou classe não terão direito a participar do ágio eventualmente pago por estas ações. Note-se, caso a alienação privada de ações **não** represente a transferência de controle acionário, também o ordenamento jurídico brasileiro não obriga a repartição de eventual ágio.

Contudo, quando se trata de uma negociação privada de ações, a legislação societária estadunidense não faz distinção entre a transferência de parcela do capital social que represente ou não a alienação do controle acionário.

Com efeito, apesar de a lei societária estadunidense não fazer distinção entre alienações de bloco de ações que representem ou não a transferência do controle acionário para fins da realização de uma oferta obrigatória, presume que o detentor de mais de 25% dos valores mobiliários com direito a voto seja o controlador da companhia. A esse respeito, dispõe o item 9 da seção 2 da *Investment Company Act*, de 1940:

“Any person who owns beneficially, either directly or through one or more controlled companies, more than 25 per centum of the voting securities of a company shall be presumed to control such company (...).” (grifamos)

Nos Estados Unidos, predomina o entendimento de que os acionistas, controladores ou não, estão livres para vender os valores mobiliários de sua titularidade pelo preço que entendam ser conveniente, sendo os acionistas alienantes responsáveis por eventual ilicitude na operação, assim como pela hipótese de determinada transação representar dano aos demais acionistas.

Neste sentido, o prêmio de controle deve ser pago exclusivamente ao acionista controlador que alienar suas ações. Esse foi o posicionamento proferido no âmbito do *leading case* *Zetlin vs. Hanson Holdings Inc.*, cujo acórdão expressamente definiu que, como o controlador detinha o privilégio de influenciar a companhia e sua gestão, poderá receber do adquirente um preço ao transferir tal vantagem.

Foi também este o entendimento adotado no caso *Perlman vs. Feldmann*, onde foi decidido que, em virtude da transferência dos mencionados privilégios, cumpre ao controlador a vantagem de conseguir o melhor preço possível por suas ações. Segundo o mencionado acórdão:

“The power to control the management of a corporate, that is, to elect directors to manage its affairs, is an inseparable incident to the ownership of a majority stock. (...)

Concededly a majority or dominant shareholder is ordinarily privileged to sell his stock at the best price obtainable from the purchaser.

In so doing he acts on his own behalf, not as an agent of the corporation. If he knows or has reason to believe that the purchaser intends to exercise to the detriment of the corporation the power of management acquired by the purchase, such knowledge or reasonable suspicion will terminate the dominant shareholders’s privilege to sell and will create a duty not to transfer the power of management to such purchaser”; (grifamos)

Desse modo, caso a alienação de controle ocorra por meio de uma transação privada, os demais acionistas titulares de ações com direito a voto **não** farão *jus* a nenhum benefício direto, nem participarão do processo que resultar na “venda” da companhia da qual fazem parte.

Note-se, nunca existiu no ordenamento jurídico estadunidense nenhuma norma que exigisse a realização de qualquer oferta obrigatória em virtude da aquisição de certo bloco de ações^{xliii}.

Assim, **não** terão os demais acionistas direito de serem beneficiados em função do prêmio eventualmente pago pelo controle, nem poderão exigir que o novo controlador adquira as ações das quais são titulares. **Inexiste**, portanto, a instituição legal do *tag along* no mercado de capitais dos Estados Unidos.

Assim, em relação às obrigações assumidas perante os demais acionistas em virtude da alienação de ações, a legislação estadunidense mostra-se mais branda ao adquirente do controle acionário que a brasileira. Vale ressaltar, desonerado em relação aos demais acionistas, o adquirente do controle acionário nos Estados Unidos comumente pode pagar maior ágio pelas ações de propriedade do antigo controlador.

Apesar de permitir tratamento distinto entre os acionistas quando da aquisição do controle acionário por meio de transação privada, o ordenamento estadunidense ocupou-se em estabelecer um tratamento isonômico dos acionistas no âmbito do procedimento a ser adotado nas ofertas públicas de aquisição de ações que visem a tomada do controle acionário.

Vale ressaltar, dificilmente será possível adquirir o controle de uma companhia estadunidense mediante alguma transação privada. Na maioria das vezes, o capital da companhia encontra-se de tal maneira disperso, que inviabiliza a aquisição do controle acionário se não pela realização de uma oferta pública.

Coforme mencionado, a *Williams Act* não obriga o ofertante a abranger sua oferta a todas as ações de determinada espécie ou classe, mesmo que o montante adquirido signifique a alienação do controle acionário. Contudo, garante aos acionistas que venderem suas ações no bojo na mencionada oferta que não haverá pagamento de maior ágio a um acionista em detrimento dos demais.

Dessa forma, todos os acionistas terão o direito de participar da oferta pública de aquisição na proporção da quantidade de ações objeto da oferta de que sejam titulares, recebendo do ofertante o mesmo preço por cada uma das ações alienadas no âmbito de tal oferta.

Ademais, deverá o ofertante manter a oferta aberta por pelo menos 20 (vinte) dias. Tal prazo visa proteger os demais acionistas do que a doutrina norte-americana denomina de “*Saturday night special*”, que seria a vigência da oferta por um período tão curto que inviabilizaria a participação de todos os acionistas:

“The US regulations thus protect shareholders against so-called ‘Saturday night special’ bids that were kept open only for a short time and made available only to the first shareholders who tendered in order to create pressure on shareholders to rush to tender. But they do not guarantee shareholders that they will be able to sell all of their shares if a bidder takes control of the company”^{xliv} (grifamos).

Observa-se que, apesar de não existir a oferta pública obrigatória por alienação de controle, quando esta se realiza de forma voluntária, a legislação dos Estados Unidos estabelece regras procedimentais similares às aplicáveis no Brasil.

Portanto, não obstante os mercados de capitais brasileiro e estadunidense possuam características nitidamente distintas, e não tendo tais países adotado as mesmas opções legislativas em relação às obrigações assumidas pelo adquirente do controle acionário, mesmo assim resta claro que, tanto para o Brasil quanto para os Estados Unidos, predomina o princípio basilar do *full disclosure*, corolário da isonomia entre os acionistas.

O Poder de Controle

A. Tipos de Controle

O estudo do controle societário da Companhia só tem lógica e função, quando existem dois lados antagônicos, dois interesses distintos, que possam até configurar em possível conflito de interesse, quando os freios e contrapesos da lei das sociedades anônimas e as instruções possam atuar.

Berle and Means, em sua obra, apresenta 5 formas de controle da companhia:

(i) *Controle exercido de forma quase totalitária, Ditatorial, Totalitário ou Majoritário Absoluto* - É o tipo de controle exercido por um único sócio ou por pequeno grupo. A sua principal característica é que não há distinção entre poder e propriedade, ou seja, o poder está na mão do proprietário(s). Fabio Konder Comparato nomeia este tipo de controle como Ditatorial. Há críticas como a de Rodrigo Rocha Monteiro de Castro que ensina que os dois pesquisadores norte-americanos confundem controle totalitário e quase totalitário. Aprofundando a pesquisa ainda diz que o controle totalitário está na Lei das S.A. no art.251, artigo que versa sobre a subsidiária integral, portanto Rodrigo Rocha crê que a única forma

permitida no direito brasileiro de controle totalitário estaria na subsidiária integral. Tendo em vista que o controle societário estaria nas mãos de um único sócio, é a possibilidade de sociedade unipessoal permanente na Lei Brasileira. Fábio Koder Comparato diz que na sociedade unipessoal não há nenhum outro tipo de interesse conflitante, por isso, a perda do objeto do estudo em questão.

Ao nosso ver, a diferenciação entre controle totalitário e controle quase totalitário seria mínima, o principal motivo da diferenciação seria os incômodos futuros em uma assembleia que os minoritários poderiam ocasionar em votações perante o acionista controlador. Um dos únicos pontos que necessitam de votação unânime em AG é a mudança de nacionalidade ver a lei e para alguns doutrinadores a transformação da sociedade anônima.

Entretanto, Rodrigo Rocha não entra nas discussões de subsidiária integral de fato, que são as sociedades subsidiárias integrais abertas, com acionistas do Conselho de Administração por força de lei. Neste caso, poderíamos classificá-las como controle totalitário ou quase totalitário, tendo em vista que o número 100% não estaria nas mãos de um único acionista.

O controle totalitário também pode ser exercido de forma conjunta, permitindo que os sócios pertencentes a este conjunto decidam todas as matérias previamente, artigo 118 da Lei das S.A..

(ii) *Controle majoritário* - Berle and Means salienta que é o primeiro passo para o divórcio entre o controle e a propriedade das ações. O controle majoritário é o que o acionista ou um grupo de acionistas vinculados por algum tipo de acordo de acionista têm 50% + 1 ação com direito a voto da Companhia. A não ser que haja os limitadores percentuais de votos, que são consideradas diretrizes de governança corporativa.^{xlv}

Além disso, Berle and Means dividem o controle majoritário em absoluto e simples. O absoluto é quando os acionistas minoritários não têm meios eficazes de participar do controle da Companhia. Por sua vez, o simples é quando o minoritário poderá ou conseguirá eleger membros do Conselho de Administração, como exemplo, temos o voto múltiplo art.142 da Lei das S.A.. Em função disso, o poder de controle do controlador é restringido ou limitado.

Ademais, como alerta Rodrigo Rocha Monteiro de Castro o controle majoritário absoluto, nas Sociedades abertas que só tenham ações ordinárias ou estejam no segmento do Novo Mercado, está perto do seu fim, tendo em vista que as Companhias necessitam de um free float de 25% do capital, um único acionista poderá eleger no mínimo um membro do Conselho Fiscal, de acordo com entendimento do Diretor Marcos Pintos no PAS RJ 2007-11086 ou pela queda de percentual constante na Instrução CVM Nº 324/2000.

(iii) *Controle minoritário* - É quando o acionista consegue eleger a maior parte dos administradores da companhia, possuindo menos da metade das ações da companhia. Isso somente é possível por causa da grande dispersão acionária e da existência “de uma maioria” não ativa, há na verdade uma diminuição fática do capital votante, que é um capital que tem direito a voto, mas faticamente não o exerce. O controle minoritário pode ser espontâneo, quando é gerado exclusivamente por situações cotidianas de realocações de posições acionárias ou poderá ser induzido, quando por exposições estatutárias quem adquirir tal percentual deverá fazer uma oferta pública, é o que acontece nas chamadas poison pills. Alguns doutrinadores criticam as poison pills, já que elas podem perpetuar o controle minoritário induzido. O controle minoritário também poderá ser unipessoal ou plural. Há quem diga que no controle minoritário plural, há interesses distintos em um mesmo prisma, como especuladores, rendeiros e acionistas de longo prazo poderão tomar decisões conjuntas, todavia com propósitos finais divergentes até mesmo conflitantes. Calixto Salomão ensina que o controle minoritário está implicitamente reconhecido em lei, ao fixar as regras de quorum e maioria no funcionamento das AG.

(iv) *Controle mediante expedientes legais ou controle piramidal ou em cadeia* - É a forma de controle exercida por expedientes ou artifícios legais. Fábio Koder Comparato

critica tal classificação, tendo em vista que ela estaria englobada nas outras formas de controle. Fabio Konder Comparato vai além, excluindo este tipo de controle de sua classificação.

O Ilustre Prof. Comparato salienta que esta forma de controle só existiria por causa da figura do direito americano do trustee.

(v) *Controle Gerencial, Controle Administrativo, Management control* - É aquele não baseado na participação acionária, mas sim nas funções da diretoria. É o controle interno totalmente desvinculado da propriedade acionária, em decorrência da dispersão e do absenteísmo acionário. Clássicos exemplos são Pennsylvania Railroad e United States Steel. Como salienta Prof. Fabio Konder Comparato, o fenômeno deste tipo de controle é argumento a favor da teoria institucionalista da S.A. O instrumento eficaz para manutenção deste tipo de controle tem sido a *proxy machinery*, que começam a ser evoluídas no cenário brasileiro, pela Instrução 481, que permite o voto on line e com procurações on line.

(vi) *Controle Emprestado* - O Voto de ações objeto de aluguel de ações. Frans Martins e Trajano Miranda Valverde são terminantemente contra a possibilidade jurídica de cessão do voto. O Voto pertence ao proprietário da ação.

Todavia, como Jorge Lobo apresenta em suas pesquisas, a área técnica da Comissão de Valores Mobiliários, na consulta feita pela Argucia Income, salienta que o tomador de empréstimo de ações têm os mesmos direitos do proprietário da ação.

Seguindo esta idéia, podemos ter uma espécie híbrida de controle.

B. Definição Contábil de Controle

As operações de aquisição de controle de companhias abertas operam impactos não apenas nas relações jurídicas entre os acionistas minoritários e a sociedade adquirente do controle, mas também sobre a situação econômica e financeira das entidades envolvidas nas negociações.

A esse respeito, a contabilidade estabelece o tratamento contábil que deve ser aplicado, pelas demonstrações financeiras das companhias, aos seus investimentos detidos em sociedades controladas, coligadas ou em outras participações societárias.

O estudo de determinados aspectos ligados à contabilidade das sociedades anônimas se apresenta como mais um instrumento para a plena compreensão dos institutos do poder de controle e da alienação de controle de companhias abertas.

Breves conceitos

A contabilidade é “a ciência que estuda e pratica as funções de orientação, de controle e de registro relativas à administração econômica”, conforme definido pelo 1º Congresso Brasileiro de Contabilidade, realizado em 1924^{xlvi}.

A partir das técnicas contábeis, são coletados os dados econômicos de uma entidade, os quais são mensurados monetariamente, registrados e sumarizados na forma de relatórios contábeis conhecidos como demonstrações financeiras. Tais demonstrações, por sua vez, identificam a situação econômica e financeira da entidade, servindo como base para a tomada de decisão de sua administração, dos investidores, fornecedores, bancos, governo etc.

Ao final de cada exercício financeiro, a companhia deverá elaborar^{xlvii} as demonstrações financeiras do período, expressando a sua situação econômico-financeira e as mutações patrimoniais ocorridas.

A Lei das S.A., conforme alterada pelas Leis nº 11.638/07 e nº 11.941/09, reservou o Capítulo XV para tratar do Exercício Social e Demonstrações Financeiras das companhias.

Nesta seara, estabelece diversos relatórios contábeis^{xlviii} como de divulgação obrigatória pela as companhias abertas, cada qual com suas peculiaridades e funções próprias, as quais não serão objeto de análise deste estudo.

No entanto, deve ser dado destaque especial ao balanço patrimonial – regulado pelo artigo 178 da Lei das S.A. – principal demonstração financeira das companhias, responsável por refletir a situação patrimonial e financeira da companhia em um determinado momento.

O balanço patrimonial é dividido entre os grupos do ativo, que é constituído pelos bens e direitos de propriedade da companhia, do passivo, que representa as obrigações perante terceiros, e do patrimônio líquido, que evidencia os recursos dos proprietários aplicados no empreendimento^{xlix}.

A convergência contábil e o *International Financial Reporting Standards* – IFRS

Com o objetivo de harmonizar as demonstrações financeiras publicadas pelas companhias ao redor do mundo, a comunidade internacional idealizou o *International Accounting Standards Board* – IASB, órgão independente responsável por publicar os pronunciamentos contábeis internacionais.

Tais pronunciamentos, conhecidos por *International Financial Reporting Standards* – IFRS, constituem um arcabouço contábil de adesão voluntária pelos países.

As normas internacionais de contabilidade foram incorporadas à legislação brasileira por meio das Leis nº 11.638/07 e nº 11.941/09, que operaram uma profunda mudança no sistema contábil vigente até então.

Pronunciamentos Contábeis

Como esforço dessa harmonização, em função das necessidades de convergência internacional das normas contábeis, determinadas entidades do mercado¹ idealizaram o chamado Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), criado pela Resolução do Conselho Federal de Contabilidade CFC nº 1.055/05 tendo como objetivo “o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais”.

Portanto, o CPC regula a contabilidade empresarial por meio da edição de Pronunciamentos Técnicos, Orientações e Interpretações que recebem o status de “norma jurídica” ao serem aprovados pelos órgãos competentes, tais como CVM e demais agências reguladoras.

Até o presente momento, foram emitidos cerca de 40 Pronunciamentos do CPC, sendo que o presente estudo dará enfoque aos Pronunciamentos 15 e 18 (respectivamente Deliberações CVM nºs 651/10 e 605/09), pertinentes ao controle societários:

Basicamente, o CPC 15 estabelece princípios e exigências da forma como a companhia contabiliza, em suas demonstrações contábeis, os seus investimentos em sociedade controladas.

O referido Pronunciamento se aplica às operações que atendam à definição de “combinação (ou concentração) de negócio”, conceito esse que compreende o resultado de transações ou eventos – aquisição de participações societárias, aquisição de negócios, fusão, incorporação, cisão, etc – em que o adquirente obtém o controle de um ou mais negócios.

Quando da aquisição do controle (mais especificamente, na data da aquisição), os registro contábeis do adquirente devem refletir os efeitos decorrentes da transação que deu origem à aquisição, reconhecendo, em linhas gerais, separadamente do ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*), os ativos adquiridos e os passivos assumidos. Tais ativos e passivos devem ser mensurado pelos seus respectivos valores justos na data da aquisição.

Segundo o pronunciamento CPC 15, o controle é o poder para governar a política financeira e operacional da entidade de forma a obter benefícios de suas atividades.

A propósito, o Pronunciamento Contábil - CPC 18 – que trata dos investimentos em coligadas e controladas – aduz que para fins de contabilização de investimentos em controladas, a contabilidade presume que haverá controle quando a companhia, cumulativamente, possui o poder (i) de voto correspondendo a mais que 50% do capital votante; (ii) de estabelecer políticas financeiras e operacionais; (iii) de indicar a maioria dos membros do Conselho de Administração ou Diretoria; e (iv) de mobilizar a maioria dos votos junto ao órgão de governança que detém exercício do comando da empresa.

Ultrapassada a etapa inicial da aquisição, persistindo a situação do controle, a companhia deverá consolidar as suas demonstrações financeiras com as da entidade controlada por meio do chamado método de equivalência patrimonial, conforme definido no Pronunciamento CPC 18.

No caso do controle exercido em conjunto, esta consolidação é parcial, na proporção da participação da companhia no controle da outra sociedade. A contabilidade presume que haverá controle conjunto – poder de governar em igualdade de condições com outra contraparte – quando a companhia possui poder (i) de voto correspondente a exatos 50% do capital votante; (ii) estabelecer 50% das políticas financeiras e operacionais; (iii) indicar 50% dos membros do Conselho de Administração ou Diretoria; e (iv) mobilizar 50% dos votos junto ao órgão de governança que detém exercício do comando da empresa.

O referido Pronunciamento traz, ainda, importante concepção para o estudo do controle ao determinar que:

*“A entidade **pode** ter em seu poder direitos de subscrição, warrants de compras de ações, opções de compra de ações, instrumentos de dívida ou patrimoniais conversíveis em ações ordinárias ou outros instrumentos semelhantes com **potencial** de, se executados ou convertidos, conferir à entidade poder de voto adicional ou reduzir o poder de voto de outra parte sobre as políticas financeiras e operacionais da investida (isto é, potenciais direitos de voto). A **existência e a efetivação dos potenciais direitos de votoprontamente exercíveis ou conversíveis**, incluindo os **potenciais direitos de voto detidos por outras entidades, são consideradas na avaliação de a entidade possuir ou não influência significativa ou controle. Os potenciais direitos de voto não são exercíveis ou conversíveis quando, por exemplo, não podem ser exercidos ou convertidos até uma data futura ou até a ocorrência de evento futuro.**” (grifamos)*

Ao avaliar se os potenciais direitos de voto contribuem para a influência significativa ou para o controle, a entidade deve reexaminar todos os fatos e circunstâncias (inclusive os termos do exercício dos potenciais direitos de voto e quaisquer outros ajustes contratuais considerados individualmente ou em conjunto) que possam afetar os direitos potenciais, exceto pela intenção da administração e a capacidade financeira em exercê-los ou convertê-los”. (grifamos)

Frisa-se que todos esses elementos vistos acima como caracterizadores de controle e controle conjunto são meros indicadores da situação da participação, mas não engessam a essência da participação. Assim, se a companhia declarar que, apesar de se enquadrar nas categorias acima, ela não tem a intenção de exercer o poder conferido pela participação, ela não precisará contabilizar as suas participações conforme definido pelo Pronunciamento contábil pertinente.

Esta explicação se coaduna com o Princípio da Primazia da Essência sobre a Forma, consagrado pelo Pronunciamento Conceitual Básico – Estrutura Conceitual para a Elaboração a Apresentação das Demonstrações Contábeis (CPC 00), segundo o qual para que a informação represente adequadamente os negócios ocorridos no âmbito da companhia, é necessário que os eventos sejam contabilizados e apresentados de acordo com a sua substância e realidade econômica, e não meramente sua forma legal.

De todo modo, não há dúvidas de que os novos conceitos contábeis contribuem grandemente para a discussão acerca do conceito de controle para os fins do artigo 254-A da Lei das S.A. Isso porque, a determinação de que devam ser levados em consideração na constatação da existência ou não do controle os potenciais direitos de voto prontamente exercíveis ou conversíveis vem reforçar o já estabelecido no parágrafo 1º do artigo 254-A no sentido de que a alienação de controle pode decorrer da cessão onerosa de títulos que, a priori, não conferiam ao cedente o poder de controle.

A alienação de controle na legislação societária brasileira

No ordenamento jurídico brasileiro, a oferta pública por aquisição de controle foi inicialmente positivada no antigo artigo 254 da Lei das S.A., que contava com a seguinte redação:

“a alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários.

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

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

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

Como pode-se depreender, o artigo 254 regulava a alienação do controle das companhias abertas obrigando o adquirente do controle acionário a realiza oferta pública para aquisição das ações, estendendo as mesmas condições e preço contratados com o acioinsta controlador alienante, pelas suas ações do controle, aos demais acionistas minoritários. Portanto, o *tag along* exigido pelo artigo era de 100%.

A regulamentação do procedimento da oferta foi feita pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), em obediência ao parágrafo 3º acima transcrito, por meio da Resolução CMN 401, de 22/12/1976 que determinou que *“a alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o adquirente se obrigue a fazer, nos termos desta Resolução, oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar tratamento igualitário ao do acionista controlador”.* Neste ponto, cabe ressaltar que a Resolução não distinguia entre acionistas minoritários detentores de ações ordinárias e preferenciais, sendo certo que a oferta pública deveria ser direcionada para ambas as espécies de ações.

Interessante notar que a Resolução considerava acionista controlador a pessoa, ou o grupo de pessoas vinculados por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que fosse o titular de ações que lhe assegurassem a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da companhia. O conceito atual de acionista controlador,

como será observado, não faz qualquer referência a prazo mínimo de preponderância em assembleia geral para a caracterização do controle. No entanto, não há dúvidas acerca da legitimidade da utilização deste parâmetro como dado auxiliar na verificação do acionista controlador. Afinal, o legislador pareceu consagrar o intervalo de três assembleias gerais como amostra de tempo suficiente na identificação de determinada situação de fato, no âmbito das deliberações da companhia, como se observa do estabelecido no parágrafo 2º, do artigo 136, da Lei das S.A.^{li}.

Tal como visto acima, o artigo 254 e, conseqüentemente, a Resolução CMN 401, foram revogados pela Lei nº 9.457/1997. O fim do mecanismo previsto no referido artigo se deu no contexto das privatizações vividas pelas empresas brasileiras no primeiro mandato do então Presidente da República Fernando Henrique Cardoso, tendo motivação política e econômica, na medida em que com a supressão da obrigação de realizar oferta pública, tornou-se mais barato privatizar empresas estatais. De fato, após a revogação do dispositivo, ao adquirente do controle, não mais seria exigida a aquisição das ações dos acionistas minoritários da empresa pelo mesmo preço contratado por ação no âmbito da venda do controle.

A Lei nº 10.303/2001 acrescentou o artigo 254-A à Lei das S.A., reestabelecendo a exigência de oferta pública quando da alienação do controle de companhia aberta.

O chamado *tag along* determina 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 mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrantes do bloco de controle.

O parágrafo 1º do artigo 254-A, ampliando o horizonte de situações nas quais estaria configurada a alienação de controle, entende como alienação de controle, em rol exemplificativo, a transferência 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.

Na legislação societária, podemos identificar **dois conceitos de acionista controlador** constantes das seguintes normas: (i) artigo 116 da Lei das S.A. e artigo 29, § 4º da Instrução CVM nº 361/02, que remete expressamente para o artigo 116; e (ii) artigo 243 da Lei das S.A..

O *caput* do artigo 116 apresenta dois requisitos cumulativos para a definição de acionista controlador, quais sejam, a titularidade de direitos de sócio que assegurem à pessoa natural ou jurídica, ou ao grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, bem como o uso efetivo de seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Tal definição é utilizada para fins de responsabilização do acionista controlador. A esse respeito, o ex-Diretor da CVM Pedro Marcilio se manifestou no seguinte sentido^{lii}:

“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. Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea "a") e o agir (alínea "b"), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém”.

O artigo 243, § 2º, por sua vez, considera como controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócios que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores. Como se pode observar, o conceito de controle contido neste artigo não faz referência à necessidade de exercício efetivo do poder.

Portanto, haverá alienação de controle sempre que o negócio jurídico de alienação de quaisquer valores mobiliários conversíveis em ações resulte na alienação do controle acionário da sociedade. Desse modo, a Lei das S.A. consagra a alienação potencial do controle, ou seja, a venda de valores mobiliários que podem vir a ensejar a aquisição de controle, sendo certo que, apenas nos casos em que tais valores mobiliários de fato se convertam em ações com direito a voto e, conseqüentemente, em controle, que haverá a necessidade de realização de oferta pública.

Confirmando esse entendimento, no mesmo julgado acima citado, Pedro Marcilio afirma que:

“(...) o §1º do art. 254-A procurou definir o que se entende por “alienação de controle”(7) e (8) 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 requisito 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”. (grifamos)

Este entendimento também foi consagrado pelas práticas contábeis brasileiras, conforme será visto mais adiante.

Como observado acima, a Instrução CVM nº 361/02, com as alterações introduzidas pela recém editada Instrução CVM nº 492/11, que dispõe sobre o procedimento aplicável ao registro das ofertas públicas de aquisição de ações por alienação de controle de companhia aberta, dentre outros, se refere expressamente ao conceito de controle conforme definido pelo artigo 116.

Nesse sentido, o artigo 29 da referida Instrução, em consonância com o artigo 254-A da Lei das S.A., declara que a OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória 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.

O parágrafo 4º do artigo 29^{liii} esclarece que, por alienação de controle, deve-se entender 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 artigo 116 da Lei das S.A..

Neste ponto, consideramos que a referida Instrução perdeu a oportunidade de consagrar o entendimento já manifestado pelo Colegiado da CVM de que a alínea “b” do referido artigo 116 (uso efetivo do poder de controle) não deveria ser considerada na identificação do acionista controlador para os fins de aplicação do artigo 254-A da Lei das S.A.

De fato, reitera-se que, se a obrigação de realizar OPA pode originar-se da simples cessão onerosa de títulos que tragam consigo a possibilidade de conversão em ações que garantam o controle, cai por terra a exigência de que o controle seja de fato exercido para que possa ser cedido.

Por fim, cabe colocar que, em que pese à definição de controle e de alienação de controle constantes da legislação, a CVM poderá impor a realização de oferta pública por alienação de controle sempre que verificar a ocorrência de alienação onerosa do controle de companhia aberta. Trata-se de prerrogativa consagrada pela já citada Instrução CVM nº 361.

A Jurisprudência da CVM sobre alienação de controle

Desde a entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001, que incluiu na Lei das S.A. o artigo 254-A, o mercado de capitais brasileiro serviu de cenário para diversas operações de reestruturação societária em que se questionou a aplicação ou não do artigo 254-A. Algumas dessas operações, devido à peculiaridade com que foram estruturadas, servem, atualmente, como verdadeiros *leading cases* nas discussões envolvendo alienação de controle de companhias abertas.

A seguir, serão apresentadas as operações mais relevantes para o nosso estudo.

i. CBD

Conforme anunciando em Fato Relevante divulgado pela Companhia Brasileira de Distribuição (CBD) em 05/05/2005, os seus controladores Abílio Diniz e outras companhias firmaram, com Casino GuichardPerrachon S.A. (Casino), acordo para o compartilhamento de seu controle societário^{lix}.

Para consolidar o controle, Abílio Diniz e Casino constituíram uma sociedade de propósito específico – Vieri Participações S.A. (Vieri) – e conferiram a essa sociedade um número de ações suficientes para que ela se tornasse a nova controladora direta da CBD. Frisa-se que Abílio Diniz e Casino continuaram sendo os controladores indiretos.

A fim de disciplinarem o controle compartilhado de CBD, no âmbito da operação vista acima, os acionistas controladores também firmaram um novo Acordo de Acionistas determinando, dentre outros, (i) que os acionistas controladores elegeriam igual número de membros do conselho de administração da CBD e suplentes; (ii) a permanência de Abílio Diniz como principal executivo; e (iii) o direito de Casino nomear o presidente do Conselho de Administração.

O novo Acordo de Acionista previa, ainda, que, a partir do oitavo ano da celebração do Acordo, o acionista Casino poderia exercer a opção de compra de ações da Vieri ao preço de R\$1,00 (um real), adquirindo ações do bloco de controle capazes de assegurar-lhe uma participação societária maior na referida sociedade e, conseqüentemente, na CBD.

A operação foi analisada pelas áreas técnicas da CVM, bem como pela Procuradoria Federal Especializada – PFE, tendo, esta, entendido que:

“Embora a opção só possa ser exercida 8 anos após as Operações, o seu preço de exercício é ínfimo (R\$1,00), assim “para adquirir um direito dessa natureza e magnitude [assunção do controle da Recorrente], [o Comprador] já teria pago, [aos Vendedores], o seu respectivo preço, quando da celebração do ‘Acordo de Associação’ e do ‘Acordo de Acionistas [da Recorrente]’, consolidando-se, na esfera jurídica [do Comprador], a aptidão para exercer, de forma concentrada, o poder de mando sobre [a Recorrente], fato que, de per se, caracteriza a alienação do controle dessa companhia”; e (v) “[i]nterpretando-se ampliativamente o art. 254-A, é possível depreender-se, com segurança, que o legislador pretendeu abranger

situações como a presente, que em tudo se assemelha à alienação de bônus de subscrição ou de outros valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto”.

Insatisfeita, a CBD interpôs recurso ao Colegiado contra a decisão da área técnica. A esse respeito, o Diretor Relator do caso, Pedro Marcílio, se manifestou no seguinte sentido:

“O que é importante, para fins do art. 254-A, é que os valores mobiliários transferidos façam com que o alienante passe a ter menos do que 50% das ações com direito a voto e o adquirente, no mínimo, 50% mais uma ação com direito a voto (no caso de valores mobiliários conversíveis ou que permitam a subscrição ou o exercício de direito de preferência, após o exercício dessa conversão ou da subscrição), mesmo que existam contratos que mantenham direitos políticos nas mãos do alienante (ou de terceiros) que permitam o exercício de fato do poder de controle (situação inversa – transferência de direitos políticos e econômicos para terceiros sem transferência de valores mobiliários – pode dar causa a oferta pública, em virtude da previsão de alienação direta ou indireta).

(...)

Por fim, entendo procedente o argumento da área técnica, segundo o qual o pagamento imediato de todo o preço pelas ações, assegurando-se o direito à compra de uma ação adicional 8 anos depois, por preço simbólico, impede que se considere que a alienação de controle somente se dará em tal momento – e isto mesmo sem considerar a razão prática de que o adiamento da OPA pro tal prazo levaria até mesmo à impossibilidade de se calcular o preço a ser pago, então, aos demais acionistas.

A Instrução 361/2002 reconhece a possibilidade de a alienação do controle ser realizada através de um conjunto de operações (art. 29, § 4º), e, portanto, nada impede que, em determinadas situações, a OPA somente venha a se tornar obrigatória no momento da conclusão desse conjunto de operações. Entretanto, no caso concreto, a operação de alienação do controle deve considerar-se concluída desde logo, tendo em vista (i) a irrelevância econômica da segunda parte da operação – aquisição por preço simbólico de uma ação ordinária da holding[Vieri] – e (ii) ser a conclusão dessa segunda parte da operação uma faculdade atribuída ao Comprador”.

Portanto, essa decisão do Colegiado da CVM veio consagrar o entendimento que já estava regulado no § 1º do artigo 254-A da Lei das S.A.^{lx}, no sentido de que a transferência de títulos que, por si só não garantam o controle, mas, no futuro, venham a resultar no exercício do poder de controle, pode dar ensejo à realização de oferta pública de ações por parte do adquirente.

Nesta mesma decisão, o Direto relator manifesta o seu entendimento no sentido de que não se exige o preenchimento do requisito previsto no artigo 116, "b" (exercício do poder), para que se exija a realização de oferta pública.

ii. Embraer

Em Fato Relevante publicado em 20/01/2006, a Embraer anunciou ao mercado a reestruturação^{lxi} que pretendida implementar consistente na incorporação, pela Embraer, da

sociedade Rio Han Empreendimentos e Participações S.A. (Rio Han) criada exclusivamente para a operação. Com a incorporação, as ações de emissão da Embraer seriam canceladas e os seus acionistas receberiam ações da RioHan. Por sua vez, esta sociedade tornou-se aberta perante registro na CVM, dando origem à Nova Embraer.

Anteriormente à reestruturação, os acionistas Bozano, Previ e Sistel dividiam o controle da Embraer (por meio de Acordo de Acionistas), detendo participação total de 60% no capital votante da companhia. Na primeira etapa da operação, esse grupo aportou as ações do controle à nova sociedade Rio Han à razão de substituição de 1,1153 por cada ação da Embraer, de modo que tais acionistas receberam um prêmio de 8,67%. Ao final da etapa, a Rio Han passou a ser a controladora direta da Embraer – e os acionistas Bozano, Previ e Sistel, os acionistas controladores indiretos.

Na segunda etapa da operação, a Rio Han incorporou as ações da Embraer de modo que seus acionistas ordinários e preferencialistas receberam, todos, ações ordinárias de emissão da RioHan. Com isso, os antigos acionistas controladores foram diluídos, perdendo o poder de controle e extinguindo o Acordo de Acionistas.

Como se pode observar da descrição da operação, o prêmio recebido por Bozano, Previ e Sistel quando da incorporação de ações de Embraer por Rio Han foi o meio encontrado para “indenizar” tais acionistas pela perda do poder de controle. De fato, essa foi a explicação dada ao mercado pela companhia, conforme Fato Relevante divulgado em 17.01.2006:

“A Diretoria entende que há uma expectativa legítima e justificada por parte dos atuais Acionistas Controladores [Bozano, Previ e Sistel], que as Ações Vinculadas [pelo Acordo de Acionistas] façam jus a um valor superior àquele aplicado às demais ações, não vinculadas ao Acordo de Acionistas da Embraer (...). A Incorporação resultará na pulverização de controle societário da Incorporadora e, portanto, equalizará o valor de todas as ações daquela Sociedade conferindo aos seus acionistas, indistintamente, chances maiores de influir na sua administração”.

Nesse caso, o prêmio recebido pelos ex-acionistas controladores da Embraer no âmbito da reestruturação societária, não tem o condão de caracterizar alienação de controle para os fins previstos no artigo 254-A da Lei das S.A., **uma vez que o controle não foi transferido para nenhum terceiro específico**, mas apenas diluído entre todos os acionistas da Embraer, inexistindo, portanto, a figura do adquirente do controle a quem é dirigida a obrigação de realizar oferta pública.

iii. Cosan

A Cosan – companhia aberta brasileira – divulgou, em 25.06.2007, reestruturação societária do Grupo Cosan que consistia, em linhas gerais, na criação de uma nova sociedade em Bermudas, a CosanLimited, que passaria a deter o controle da Cosan no Brasil, dentre outras etapas.

Antes da reestruturação divulgada, a Cosan era controlada diretamente pelos acionistas Aguassanta Participações S.A. e Usina Costa Pinto S.A. – ambas controladas pelo acionista Rubens Ommeto, por sua vez, controlador indireto da Cosan. Após a constituição da CosanLimited, os acionistas controladores diretos da companhia aportaram as ações ordinárias de sua propriedade ao capital desta nova sociedade, recebendo ações de sua emissão.

Analisando esta fase da reestruturação no que diz respeito ao presente trabalho, pode-se afirmar que a operação realizada não implicou na transferência de controle da Cosan. Isso porque, o controle deixou de ser exercido diretamente pelos acionistas Aguassanta

Participações S.A. e Usina Costa Pinto S.A., para ser exercido por outra sociedade recém constituída mas que continua em poder desses mesmos acionistas. Ademais, o acionista controlador indireto da Cosan, Sr. Rubens Ommeto, continuou sendo o mesmo.

Portanto, em princípio, não é considerada transferência de controle para os fins de realização da OPA indicada no artigo 254-A, a mera mudança do veículo por meio do qual o controle é exercido.

iv. Companhia Energética do Ceará – COELCE

A COELCE é companhia aberta controlada indiretamente pela Endesa S.A. (Endesa), companhia aberta com sede na Espanha. Até meados de 2006, as ações da Endesa encontravam-se dispersas no mercado, sendo que, ao final de 2006, teve início na Espanha uma série de atos que levaram à realização de uma oferta pública de aquisição de 46,05% do capital social da Endesa pelas companhias Acciona S.A. (Acciona) e Enel Energy Europe S.R.L. (Enel), que passaram a exercer o controle compartilhado da companhia espanhola.

Tendo em vista essa operação, o Fundo Fator Sinergia III – Fundo de Investimento em Ações, na qualidade de acionista minoritário da COELCE, apresentou reclamação na CVM solicitando a realização da OPA prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., por parte de Acciona e Enel, para a aquisição das ações dos acionistas da COELCE no Brasil, em virtude da eventual alienação de seu controle indireto.

A área técnica da CVM entendeu que a operação de aquisição do controle da Endesa por Acciona e Enel não se enquadraria na situação prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., tendo em vista, principalmente, que a alienação de controle, tal como prevista no referido artigo, seja ela direta ou indireta, pressupõe a existência de um acionista ou grupo de acionistas que, efetivamente, detenha e exerça o poder de controle da companhia, o que possibilita a sua transferência onerosa, e o que não teria ocorrido caso.

O reclamante recorreu da manifestação, tendo o Colegiado da CVM, em decisão de 03/03/2009, acompanhando o entendimento da área técnica, ressaltando que, no caso, “se está lidando com maiorias eventuais, formadas em assembléia e que não parecem se revestir da permanência, daquela certa perenidade que caracterizam o efetivo exercício do poder de controle de uma sociedade. Inexistindo controle, descabe falar na sua transferência”.

Portanto, o entendimento prevalecente no Colegiado é o de que se não houver controle preexistente, não haveria que se falar em transferência, mas sim na chamada aquisição originária de controle, transação na qual o bloco de controle tenha se constituído sem que, antes, houvesse controle definido. As regras do novo mercado na alienação do controle

A alienação de controle de empresas listadas no Novo Mercado

O Novo Mercado da BM&FBOVESPA, que foi inspirado no NeuerMarkt, na Alemanha, é o mais alto nível de governança corporativa da BM&FBOVESPA. O índice foi criado para aumentar a transparência e o valor agregado das Companhias listadas no índice, que foi criado em 2002 e teve como Companhia pioneira, a CCR Rodovias (CCCR3) lxii.

Uma Companhia para alistar-se voluntariamente no Novo Mercado necessita ter os mais altos padrões de governança Corporativa, transparência e dentre outras características.

Resumidamente para caráter ilustrativo, as principais obrigações da Companhia listada são:

- a) Cláusula Compromissória;
- b) Capital é dividido apenas em ações ordinárias;
- c) Não tenha partes beneficiárias;
- d) Tenha um percentual mínimo de freefloat de 25%.

Dentre essas obrigações, a que nos interessa, neste trabalho, é a regra no caso de Alienação de Controle da Companhia. A Oferta Pública aquisição do art.254-A, também chamada de OPA *a posteriori* ou OPA obrigatória, tem suas regras ainda mais contundentes

pelo Regulamento do Novo Mercado que impõe tratamento igualitário entre o Controlador e os minoritários, estendendo para estes o mesmo preço pago àqueles.

Assim sendo, o *tag along* é igualitário e estendido a todos os acionistas da Companhia. Todavia, como nos ensina a Prof. Norma J. Parente, o *tag along* pode ser perverso, quando onera o Adquirente em compra todas as ações da Companhia e o minoritário prevê uma diminuição ríspida da liquidez, o que o constrange a vender suas ações. Entretanto, não necessariamente o Adquirente comprará as ações, já que poderá apenas estender o prêmio pago ao Controlador para os outros acionistas, como se vislumbra do §4º do artigo 254-A, com isso, a liquidez do mercado será mantida. Além disso, o item 8.5^{lxiiv} do Regulamento do Novo Mercado obriga o Adquirente a adotar medidas para que o *freefloat* da Companhia seja mantido, ou seja, restabelecido em caso de tomada de controle.

Deve ser observado pelo Adquirente, que conquistou o Controle da Companhia, tanto por meio de única operação quanto por meio de operação sucessivas aquisições em Bolsa, também conhecida como escalada em Bolsa^{lxv}.

O adquirente deve assinar o Termo de anuência dos controladores e encaminhar a BM&FBOVESPA, no qual o mesmo se compromete a obedecer as regras do Novo Mercado. Caso contrário, a Companhia não editará o Livro de transferência de ações e o vendedor também não transferirá as ações.^{lxvi} Além disso, o regulamento dispõe que as divergências serão levadas a Câmara de Arbitragem do Mercado.

Caso haja alguma disparidade no preço pago ao controlador e aos minoritários, há solidariedade, como é explícito no regulamento, entre o Adquirente e o antigo controlador.^{lxvii}

Para uma melhor coerção, o Regulamento prevê sanções altamente severas pelo descumprimento das obrigações estipuladas no regulamento conforme listadas abaixo:

- a) Há aplicações de multas pecuniárias, de acordo com o item 12.1 e 12.2;
- b) Há sanções não pecuniárias^{lxviii}, nas quais a Bolsa poderá suspender a negociação dos valores mobiliários^{lxix};
- c) A bolsa poderá cancelar o registro da Companhia no Novo Mercado, que não exime das obrigações constantes no Regulamento, com banimento de no mínimo 2 anos^{lxx};
- d) Responsabilização dos controladores e administradores;

Consequências jurídicas a descumprimento do artigo 254-A

Tendo em vista que a regra contida no artigo 254-A da Lei das S.A. é de conduta e, portanto, se reveste de um caráter imperativo, cumpre-nos analisar quais as consequências atribuídas pelo ordenamento jurídico pátrio ao seu descumprimento.

A. Da “condição” no artigo 254-A

Anteriormente à vigência do atual artigo 254-A da Lei das S.A., a necessidade da realização de OPA por alienação de controle tinha por base o artigo 254 da Lei das S.A. Este dispositivo determinava que a alienação de controle de companhia aberta somente poderia se concretizar mediante **prévia autorização** da CVM, que, por sua vez, asseguraria a realização de uma oferta pública para a aquisição das ações de propriedade dos acionistas minoritários.

O artigo 254 foi revogado pela Lei nº 9.457/1997^{lxxi} e, em 2001, a Lei nº 10.303/2001 fez vigorar norma com regra similar à do revogado artigo 254. Com efeito, tal lei fez vigorar o artigo 254-A, o qual determina que a alienação de controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a **condição** de que se realize uma oferta pública para a aquisição das ações com direito de voto das quais sejam titulares os demais acionistas, assegurando-lhes o pagamento de preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto.

Cumpre-nos destacar que, não obstante a regra contida em ambos os dispositivos ser substancialmente a mesma, o conteúdo e a sistemática de suas redações são distintas.

De um lado, a redação original do artigo 254^{lxxii} dispôs, em sentido amplo, que a alienação de controle de companhia aberta se concretizaria após a aprovação da CVM, não se preocupando em esmiuçar como isso se daria no âmbito do negócio jurídico que resultou na alienação.

Por outro lado, quando na definição da redação do atual artigo 254-A, a lei não obrigou que a autorização da CVM fosse anterior à alienação de controle, entretanto foi mais específico em relação à sua atuação, deixando claro que tal aprovação terá por base a existência, o cumprimento e a regularidade da **condição**, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente do controle se obrigue à realização de uma oferta pública de aquisição das ações com direito de voto de propriedade dos demais acionistas da companhia. *In verbis*:

*“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 (...) § 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.”* (grifamos)

Com efeito, poderia entender-se, *prima facie*, tratar-se tal “condição” de uma típica condição de direito privado, a ser aposta ao negócio jurídico que resultará na alienação de controle. Se assim o fosse, a aludida “condição” seria disciplinada pelos artigos 121 a 129 do Código Civil.

Entretanto, não obstante seu *nomen iuris*, a condição mencionada no artigo 254-A não preenche a definição estabelecida no artigo 121 do Código Civil, bem como os conceitos doutrinariamente estabelecidos, e, portanto, não se configura como uma condição propriamente dita.

B. Da condição propriamente dita

O Código Civil estabelece uma definição legal de condição em seu artigo 121:

*“Art. 121 - Considera-se condição a cláusula que, derivando **exclusivamente da vontade das partes**, subordina o efeito do negócio jurídico a evento **futuro e incerto**.”*^{lxxiii} (grifamos)

Ou seja, a condição é uma determinação que, inserida em um negócio jurídico por vontade de ambas as partes, condiciona a eficácia deste a um evento futuro e incerto. Neste mesmo sentido é que também os civilistas clássicos definiam a condição. Para Clovis Bevilacqua, a condição

“(...) é uma declaração acessória da vontade, aposta a outra que é a principal. Regem-na os mesmos princípios estabelecidos para as declarações de vontade, e, em particular, o da liberdade (...)”^{lxxiv}.

A característica da acessoriedade, mencionada por Cóvis Bevilacqua e outros doutrinadores, não significa que a condição seja estranha à formação do negócio jurídico. Pelo contrário, a condição faz parte da estrutura do negócio jurídico, sendo dele inseparável.

Atentando a este fato é que Pontes de Miranda evita introduzir este sentido de acessoriedade^{lxxv} da condição ao negócio jurídico principal. Assim, deixa claro que a condição **não** é uma cláusula que se **anexa** ao negócio jurídico, pois se liga a ele intrinsecamente. Assim, tal autor lança mão da expressão **inexa** ao invés de **acessória**:

*“As condições (...) não são manifestações anexas de vontade, como o modus; são **inexas**. O nexa, que entre elas e o ato jurídico existe, é interior, íntimo. (...) A expressão ‘determinação inexa’ evita que se introduza o sentido de acessoriedade: não há relação de acessório a principal entre o ato jurídico e a condição (...) há todo inseparável, a inexa é integral, a distinção é só operacional (...)”^{lxxvi}. (grifamos)*

Não obstante a referida divergência conceitual, a doutrina contemporânea é pacífica ao estabelecer que a condição em sentido próprio, prescinde da conjugação de, três elementos, quais sejam, a **incerteza**, a **futuridade** e a **voluntariedade**^{lxxvii}. Note-se que referidos elementos são expressamente elencados pelo artigo 121 do Código Civil.

A **incerteza** significa que a ocorrência do evento que ensejará o advento da condição deverá, necessariamente, ser hipotética. Não pode haver certeza sobre o acontecimento do evento. Caio Mario da Silva^{lxxviii} assevera que tal incerteza deve ser objetiva, e não subjetiva. Ou seja, não basta que paire sobre o agente uma dúvida a respeito da ocorrência do evento. Esta dúvida deve ser objetivamente certa.

A **futuridade**, por sua vez, se caracteriza pela necessidade de que o evento ocorra em momento posterior à determinação da condição. Não bastaria, pois, que os agentes tivessem incerteza de um evento pretérito ou atual. Tal incerteza deve incidir sobre um evento futuro.

Com efeito, dentre os três elementos imprescindíveis à condição, nota-se que doutrina civilista dispensa especial atenção à **voluntariedade**. Isto porque a condição propriamente dita prescinde de uma manifestação positiva de ambas as partes. Não é possível presumir a existência de tal manifestação, nem mesmo inferi-la^{lxxix}. A propósito, o Código Civil de 1916 destinava em um dispositivo exclusivamente para tal elemento:

*“Art. 117 – Não se considera condição a cláusula, que não derive, **exclusivamente, da vontade das partes**, mas decorra, necessariamente, da natureza do direito, que a accede”.* (grifamos)

Assim sendo, a condição deve ter por fundamento exclusivo a vontade livre das partes, e não a necessidade jurídica^{lxxx}.

Considerando que a condição estabelecida no artigo 254-A da Lei das S.A. não decorre da manifestação volitiva do alienante e do adquirente do controle de companhia aberta e, portanto, não é uma condição propriamente dita cumpre-nos mencionar qual a natureza jurídica de tal determinação.

C. Das condições impróprias

Ao lado das condições propriamente ditas, a expressão “condição” é atualmente adotada pela ciência jurídica em duas outras acepções. Uma delas é a condição tomada como **requisito do negócio**, sendo utilizada, por exemplo, em expressões como “condição de forma de testamento” ou “condição de capacidade para contratar”. Outra acepção para tal vocábulo é o da condição como pressuposto do negócio, cláusula que é inseparável do direito que a

accede. É o que a doutrina denomina de **condição legal** (*condiciones iuris*)^{lxxxii}, cujo estudo se mostra crucial ao entendimento dos efeitos do não cumprimento da condição inserida no artigo 254-A da Lei das S.A.

Cumpridos os elementos, tais “condições” **não** são disciplinadas pelos dispositivos do Código Civil destinados às condições, uma vez que lhes falta a conjugação dos mencionados três elementos. Por isso, a doutrina civilista classifica tais espécies de determinações como integrantes do gênero **condições impróprias**, que seriam aquelas condições que não reúnem a incerteza, futuridade e voluntariedade^{lxxxiii}.

Apesar de a doutrina ser amplamente majoritária no sentido dessa classificação, alguns autores demonstram certa resistência em aceitar qualquer outra acepção para a expressão “condição” que não a definida para a condição propriamente dita. Isto porque entendem que a inexistência de qualquer das características da condição a descaracterizaria por completo, gerando uma figura própria, não denominada condição. Neste sentido, ao mencionar as *condiciones iuris*, Pontes de Miranda estabelece:

“Tais condições de direito não são condições; ainda quando o figurante ou os figurantes as tenham concebido como condições, não se tornam tais.”^{lxxxiii}

D. Da condição do artigo 254-A

Conforme supra mencionado, o artigo 254-A da Lei das S.A. menciona como condição a necessidade de que o adquirente do controle acionário da companhia se obrigue a realizar uma OPA para aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, pagando-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. Desse modo, o evento ensejador do que se chamou de condição consiste na alienação do controle acionário de companhia aberta.

Destarte, tal determinação tem como agentes as partes integrantes do negócio jurídico por meio do qual sejam transferidos valores mobiliários, ou títulos representativos de valores mobiliários, quando tal negócio represente uma alienação do controle acionário da companhia.

Note-se que a lei societária denominou como condição não a realização da OPA em si, mas sim que o adquirente do controle **se obrigue**, a realizá-la. Nesse sentido, caso a alienação de controle seja decorrente da celebração de um instrumento particular, deve ser expressamente pactuada uma cláusula, suspensiva ou resolutiva, que condicione o adquirente do controle a realizar a OPA descrita no artigo 254-A da Lei das S.A.^{lxxxiv}

Quando na vigência do revogado artigo 254 da Lei das S.A., a própria CVM já se pronunciou no sentido de que, sendo tal condição uma cláusula legal, ainda que não expressamente declarada no contrato, deve ser considerada existente^{lxxxv}.

Cumpridos os elementos, tal “condição” é uma condição imprópria, haja vista que sempre lhe faltará um ou mais elementos essenciais para as condições propriamente ditas.

Primeiramente, sempre inexistirá a **voluntariedade**. Isto porque a inserção de tal “condição” ao negócio jurídico se faz, não pela manifestação volitiva dos agentes, mas por uma imposição legal.

Em relação à **incerteza**, este elemento pode estar ou não presente. Com efeito, quando duas partes resolvem celebrar um contrato por meio do qual uma transferirá à outra certo montante de valores mobiliários, ou ainda, títulos representativos de valores mobiliários, pode ocorrer que uma ou ambas as partes saibam ou não que de tal operação resultará na alienação do controle acionário da companhia.

O elemento da **futuridade** sempre estará presente nesta “condição”, afinal, a OPA deve ser realizada em momento posterior à alienação do controle acionário. Isto porque tal OPA deve ocorrer **exclusivamente** em virtude da alienação de controle, sendo defeso ao adquirente de controle se fazer valer de uma OPA anterior a tal alienação para o cumprimento do disposto no artigo 254-A.

Sendo requisito indispensável ao aperfeiçoamento da operação de transferência de valores mobiliários, ou de títulos representativos deste, a aposição da mencionada condição constitui um verdadeiro pressuposto para a concretização da alienação de controle acionário.

Ademais, além de se enquadrar na classificação doutrinária de condições impróprias, esta condição assume o aspecto de **condição legal**. Conforme demonstrado, as condições legais, também chamadas de *condiciones iuris*, são, em suma, um requisito do negócio jurídico que provém da própria lei ou do direito que acede a cláusula inserida em um negócio jurídico^{lxxxvi}.

Cumpra destacar, apesar de as *condiciones iuris* e as condições propriamente ditas possuírem aspectos em comum, como por exemplo, se ligarem à eficácia do negócio jurídico e serem referentes a acontecimentos futuros, a condição legal não passa de uma alusão ao que a regra jurídica considerou pressuposto para o negócio jurídico^{lxxxvii}.

E. A condição do artigo 254-A como pressuposto de eficácia

Conforme aclarado acima, a regra contida no artigo 254-A traz consigo um pressuposto do negócio jurídico do qual resultar a alienação do controle acionário de companhia aberta, atribuindo a tal pressuposto no *nomen iuris* de condição.

Dessa maneira, para compreender quais as consequências do descumprimento da regra contida no artigo 254-A, é primordial que se analise a natureza jurídica do pressuposto em questão. Para tanto, é necessário entender qual plano do negócio jurídico será fulminado em virtude do descumprimento do aludido dispositivo legal.

Para tal análise, os ensinamentos de Pontes de Miranda são de grande valia. Segundo o civilista, os negócios jurídicos podem ser avaliados em três planos distintos, quais sejam, a existência, a validade e a eficácia.

Para o esclarecimento de cada um desses planos, lançaremos mão de três noções autônomas que a doutrina civilista atribui ao negócio jurídico: os elementos, os pressupostos e os requisitos do negócio. Os **elementos** são componentes do negócio, frações deste; os **pressupostos** são fatos jurídicos anteriores que o ordenamento jurídico considera indispensáveis ao negócio jurídico; e os **requisitos** são as qualidades exigidas dos mencionados elementos^{lxxxviii}.

Desse modo, no plano da existência cumpre analisar se estão presentes os elementos essenciais do negócio jurídico, que são a declaração de vontade, o objeto e a forma. No plano da validade, deve-se observar se os elementos essenciais atendem aos requisitos elencados no artigo 104 do Código Civil, ou seja, se a declaração de vontade é emanada por agente capaz, se o objeto é lícito, possível, determinado ou determinável e, por fim, se possui forma prescrita ou não defesa em lei.

Somente se pode analisar o plano da eficácia em um negócio jurídico existente e válido. O negócio existente e válido será eficaz quando mostrar-se apto à produção de efeitos jurídicos, segundo a legislação aplicável e à vontade das partes.

Note-se que no artigo 254-A da Lei das S.A., o legislador não se preocupou em mencionar a necessidade de que os elementos essenciais estejam presentes no negócio jurídico que resultar na alienação de controle acionário, nem a obrigatoriedade do cumprimento dos requisitos de tais elementos. Isto porque a análise dos planos da existência e validade é substancialmente a mesma para todos os negócios, e o referido dispositivo abrange uma hipótese específica.

Os elementos essenciais do negócio e atendimento aos requisitos do artigo 104 do Código Civil devem estar presentes em todos os negócios jurídicos. Para que sejam existentes e válidos, tanto um contrato de compra e venda de ações como em qualquer outro negócio, como um contrato de aluguel de imóvel, por exemplo, deverão, de um lado, possuir declaração de vontade, objeto a forma, e, de outro, serem celebrados por agentes capazes, possuírem objetos lícitos, possíveis, determinados ou determináveis e, por fim, forma prescrita ou não defesa em lei.

Nesse sentido é que podemos afirmar que, ao determinar que a alienação de controle somente se dará caso o adquirente do controle se obrigue a realizar uma OPA para aquisição de ações com direito a voto dos demais acionistas, o artigo 254-A da Lei das S.A. deve ser aplicado aos negócios que sejam existentes e válidos.

Destarte, caso o negócio jurídico do qual resultasse a alienação de controle acionário de companhia aberta fosse inexistente ou inválido, sequer haveria a necessidade de fazer uma alusão ao artigo 254-A, uma vez que a análise se daria, não sob uma perspectiva societária, mas tão somente do ponto de vista da teoria das nulidades, estudada pelos civilistas e disciplinada, dentre outros, pelos artigos 166 e seguintes do Código Civil. Nesse sentido, esclarece Pontes de Miranda:

“(...) a nulidade diz respeito à falta de pressupostos de validade do negócio jurídico; ao passo que a ineficácia deriva de falta de pressupostos para a irradiação dos efeitos, ou para essa irradiação até certas pessoas, ou até outras pessoas que não participantes do negócio.”^{lxxxix}

Fica claro, portanto, que o pressuposto para a alienação de controle, aludido no artigo 254-A da Lei das S.A. com *nomen iuris* de condição, assume um caráter de pressuposto de eficácia, uma vez que a aplicação de tal norma somente incidirá sobre negócios existentes e válidos.

Ademais, a doutrina civilista ordinariamente atribui essa natureza de pressuposto de eficácia às condições legais. Nesse sentido, Francisco Amaral entende que tais condições impróprias são condicionantes da eficácia do negócio, traduzindo-se, em seu entendimento, como verdadeiros requisitos da eficácia^{xc}.

Portanto, a *condiciones iuris* contida no artigo 254-A é um pressuposto de eficácia para a alienação de controle, de forma que sua inobservância resultará em que, não obstante o negócio seja existente e válido, não se apresentará apto a irradiar seus efeitos, o que gera diversas implicações práticas, conforme aludiremos abaixo.

Com efeito, o fato de a referida condição legal não ser uma condição propriamente dita não impede que se lance mão de alguns institutos típicos das condições. Nesse sentido, o artigo 254-A da Lei das S.A. faz alusão a que tal condição legal possa se apresentar na forma **suspensiva** ou **resolutiva**.

Conforme esclarece Caio Mário da Silva, nas condições propriamente ditas, “quando a eficácia do negócio está suspensa até o implemento da condição, ela se diz suspensiva; e, ao revés, quando o negócio produz logo seus efeitos, que cessarão em consequência da realização dela, denomina-se resolutiva”^{xcii}.

Importando tais conceitos para a regra do artigo 254-A, podemos entender que, ao fazer alusão à forma suspensiva das condições, a lei contempla a situação em que as partes celebrantes de um negócio jurídico de alienação valores mobiliários, ou títulos representativos de valores mobiliários reconheçam, de plano, que tal operação resultará na alienação de controle acionário de companhia aberta, reconhecendo a necessidade do cumprimento do pressuposto de eficácia contido no mencionado dispositivo legal. Ou seja, estabelecem que os

efeitos do negócio jurídico somente se operarão quando o adquirente do controle realizar a aludida OPA.

Quando menciona a forma resolutiva, a norma busca abranger os casos em que a CVM, ou ainda, alguma norma, permita que a operação surta efeitos desde já, fornecendo prazo para que o adquirente registre a mencionada OPA. Caso tal determinação seja descumprida, esse pressuposto de eficácia se revestirá da forma resolutiva, ou seja, vencido o prazo, a alienação de controle acionário não estará apta a irradiar seus efeitos.

Outrossim, a CVM entende que, na hipótese de o contrato de alienação de controle de companhia aberta não estabelecer a condição, suspensiva ou resolutiva, sob a qual é pactuada, deve-se considerar que existe uma condição resolutiva.^{xcii}

Interessante notar que, caso tal pressuposto se revista da forma resolutiva, assim que tal operação tenha seus efeitos obstados pelo não cumprimento do determinado prazo, o pressuposto de eficácia assumirá, automaticamente, um caráter suspensivo, passando a operação a ter seus efeitos suspensos até que o adquirente do controle efetue o registro de tal OPA.

F. Da decisão declaratória da alienação de controle e suas consequências

É de suma importância compreender quais as consequências práticas e de onde advém a ineficácia da alienação de controle. De acordo com o *supra* mencionado, o negócio que resultou na alienação existe e é válido, contudo, não surtirá efeitos em nosso ordenamento.

Neste sentido, uma vez que o artigo 254-A da Lei das S.A. é norma de ordem pública, quando a alienação de controle acionário de companhia aberta ocorre em seu prejuízo, não poderia o adquirente do controle acionário agir como se o negócio fosse eficaz, mesmo que este seja considerado legítimo por outros ordenamentos jurídicos. Ou seja, uma vez descumprido o mencionado dispositivo legal, não poderia o novo controlador exercer seus direitos de acionistas, como, por exemplo, votar em assembleias gerais.

Ressaltamos a possibilidade de suspender-se os direitos de acionistas por descumprimento de obrigações impostas em lei, é expressamente aventada na Lei das S.A., nos termos do artigo 120, que dispõe que a assembleia poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação

Como tal operação não surtirá efeitos no Brasil, as deliberações e votações ocorreriam levando em conta tal fato. Cumpre ressaltar que a ineficácia da operação não significa que as deliberações e votações ocorrerão de acordo com o *status quo ante*.

Uma vez que o negócio jurídico foi existente e válido, os valores mobiliários, ou títulos representativos destes, alienados pertencem agora ao novo controlador, que não poderá exercer seus direitos de acionista até que cumpra o mencionado pressuposto de eficácia.

Quando a lei determinou que compete à CVM autorizar a alienação de controle, verificando se as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais, sua intenção ficou no sentido de que cumpre àquela autarquia verificar se o mencionado pressuposto de eficácia foi atendido, uma vez que tal verificação precede à mencionada autorização.

Portanto, caso a CVM entenda que houve alienação de controle acionário, não estará decidindo que tal negócio jurídico não surtiu efeitos, mas sim declarando que houve alienação de controle e que o adquirente do controle não realizou a OPA do artigo 254-A. Ainda, caso tal verificação ocorra anteriormente à celebração do negócio, poderá declarar que esta não foi autorizada. Assim, a referida perda de eficácia decorre de uma consequência atribuída pela lei, e não da decisão da CVM. Dessa forma, podemos dizer que a decisão da CVM é meramente declaratória, e não constitutiva.

Conclusão

No desenvolver dos estudos, pôde-se notar, de início, que, ao analisar um dos pontos mais sensíveis do Caso TIM, qual seja, a definição de qual legislação, pátria ou italiana, seria aplicável à solução da lide, os diretores da CVM restringiram-se a discutir a incidência dos artigos 9º ou 11 da LINDB sem, contudo, abordar, um dos mais importantes princípios do Direito Internacional Privado, qual seja, a ordem pública.

Conforme exposto acima, tendo em vista que a norma contida no artigo 254-A da Lei das S.A. se traduz em proteção aos minoritários que, indiscutivelmente, repercute na decisão dos agentes do mercado em relação à realização de determinadas operações societárias, tal dispositivo legal envolve diretamente a segurança jurídica do todo o mercado de capitais, de forma que, considerando o princípio da ordem pública, não caberia ao aplicador do Direito afastá-lo na solução da lide.

Ora, se a legislação aplicável ao Caso TIM teria de ser, obrigatoriamente, a brasileira, não houve, ao contrário do que sustentavam as partes e os Diretores da CVM, conflito de normas no espaço, sendo, pois, inaplicáveis as regras de integração contidas nos artigos 9º e 11 da LINDB.

Ademais, mesmo havendo divergência dos Diretores da CVM a respeito da legislação aplicável, considerando tratar-se esta autarquia de um órgão colegiado, tal questão haveria de ser decidida, por maioria de votos, previamente ao julgamento do mérito objeto principal do processo administrativo.

Com efeito, a definição de qual ordenamento jurídico seria aplicável é um antecedente lógico do mérito, caracterizando o que a doutrina processualista denomina de questão prejudicial, a qual deve, necessariamente, ser decidida antes de julgado o mérito do objeto principal do processo.

Cumprе ressaltar, tal disciplina para a questão prejudicial busca evitar justamente o que ocorreu ao final do julgamento do Caso TIM, em que a Presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, não analisou o mérito da ocorrência ou não da operação sob a perspectiva do ordenamento jurídico brasileiro, tendo unicamente decidido a questão prejudicial da lei aplicável e replicou a decisão do órgão regulador italiano.

Desse modo, não nos seria possível analisar o mérito da decisão da presidente da CVM, mas tão somente o voto dos demais Diretores, eis que, mesmo partindo de premissas distintas, somente estes adentraram no objeto central do Caso TIM, fundamentando suas decisões de acordo com o ordenamento jurídico pátrio.

O Diretor Eli Loria, partindo do pressuposto de que, ao estipular as regras para alienação de controle acionário, nosso ordenamento jurídico não abarcou a alienação de controle minoritário, votou pela desnecessidade da realização da OPA pela Telco.

Entendemos que tal interpretação do artigo 254-A c/c 116 da Lei das S.A. não merece prosperar, eis que constitui um esvaziamento do instituto do *tag along*, posto que, sendo existentes diversas modalidades de controle acionário, inclusive o minoritário, e tendo a lei se ocupado em mencionar simplesmente que a alienação de controle acionário daria ensejo à OPA por alienação de controle, não caberia ao intérprete do Direito eleger exclusivamente uma hipótese de alienação de controle acionário para fins de incidência do artigo 254-A da Lei das S.A.

No que tange ao voto do Diretor Otávio, note-se que sua aplicação do principal dispositivo legal que define o controle acionário, o artigo 116 da Lei das S.A., foi, em nosso entender, demasiadamente formal. Isto porque entendeu não haver permanência da Olimpia no controle da Telecom Italia, por conta de, em uma das assembleias analisadas, a realizada em 16/04/2007, a Olimpia obteve 49,94% dos votos válidos em assembleia da Telecom Italia, o que não correspondia a 50% do todo.

De fato, a Olimpia havia conseguido fazer valer sua vontade na referida assembléia, motivo pelo qual acreditamos que um critério meramente matemático, ainda mais considerando que faltaram meros 0,07% para que fosse atingida a maioria formal na referida assembléia, não poderia ser aplicado ao caso, eis que representou a prevalência da forma sobre a realidade.

Apesar de não ter lançado mão do princípio da ordem pública para resolver o conflito de leis no espaço, entendemos que o voto do Diretor Eliseu, o qual foi acompanhado pelo Diretor Marcos Pinto, foi o mais condizente com a legislação societária.

De acordo com o Diretor Eliseu, algumas circunstâncias, mesmo que não determinantes, corroboraram a tese de que efetivamente existia o controle da Telco. Dentre tais circunstâncias, foram mencionados o alto valor pago a título de prêmio e a decisão da ANATEL que evitava a preservação da concorrência no setor de telefonia no Brasil.

Com efeito, tal voto foi consoante à idéia de que o Direito deve moldar-se às situações concretas, e não figurar-se como um emaranhado de conceitos estáticos cujos fatos jurídicos descritos devem enquadrar-se matematicamente. Até porque, considerando a crescente complexidade das operações societárias, não seria razoável entender que o legislador tivesse que ter um tamanho grau de abstração que lhe permitisse visualizar as possíveis futuras inovações dos agentes do mercado.

Caso o entendimento de que houve alienação de controle acionário prevalecesse, considerando que a condição estabelecida no artigo 254-A da Lei das S.A. não é uma condição propriamente dita, conforme definida no artigo 121 do Código Civil, mas sim o que a doutrina denomina de “condição legal” que, segundo Pontes de Miranda, não passa de uma alusão ao que a regra jurídica considerou pressuposto para o negócio jurídico, e ainda, considerando a clássica divisão civilista dos planos da existência, validade e eficácia dos negócios jurídicos, entendemos que, em sendo o negócio jurídico que resultou na alienação de controle existente e válido, permanecerá inexistente o atendimento a tal pressuposto de eficácia.

Desse modo, semelhante ao que determina o artigo 120 da Lei das S.A., a inobservância ao que dispõe o artigo 254-A resultaria em que, o novo controlador teria seus direitos de acionistas ineficazes até que realizasse a OPA por alienação de controle.

Por derradeiro, acreditamos que o Caso TIM tenha sido emblemático para o mercado de capitais, tendo a CVM perdido a oportunidade de consolidar uma jurisprudência favorável aos investidores de uma companhia em um momento tão delicado quanto a alienação do seu controle. Por meio da OPA, tais acionistas teriam a faculdade de participar do valor efetivo, para além de demonstrações financeiras ou pregões em bolsa de valores, da companhia na qual acreditaram e investiram.

Lamentavelmente, nossa legislação não permite que todas as ações, com e sem direito de voto, participem concretamente do valor da companhia, o qual se constrói não somente com as ações detentoras do direito de voto, mas de todos que nela investem.

Contudo, o pensamento do mercado vem moldando-se às melhores práticas de governança corporativa, o que nos faz acreditar em uma futura mudança legislativa no mesmo sentido. Como exemplo, podemos notar o fato de um número cada vez maior de companhias migrando para os níveis de diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA que exigem que a OPA por alienação de controle seja estendida a todos os acionistas da companhia.

Bibliografia

- 1 - ARMOUR, J.R AND DAVID A. SKEEL, JR., **Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?-The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation**, 95 GEO. L.J. 1727, 1733 (2007).
- 2 - C. FORSTINGER. **Takeover Law In The Eu And The Usa: A Comparative Analysis**. p. 74-75 (European Monographs No. 41, 2002).
- 3 - CAIO MÁRIO DA SILVA PEREIRA. **Instituições de Direito Civil**. v. 1, 23ª edição, atualizado por Maria Celina Bodin de Moraes, Rio de Janeiro: Forense, 2010.
- 4 - CLOVIS BEVILAQUA. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Comentado**. v. I, Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1936.
- 5 - COMPARATO, Fábio Konder . **O Poder de Controle da Sociedade Anonima**. 3ª edição. São Paulo: Forense, 1983.
- 6 - DONALD DEPAMPHILIS. **Merger, Acquisitions, and Other Restructuring Activities**. Donald DePamphilis. 3ª edição, Elsevier Academic Press. 2005. 3ª edição.
- 7 - FRANCISCO AMARAL. **Direito Civil**. 5ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2003..
- 8 - GUSTAVO TEPEDINO, HELOISA HELENA BARBOSA, MARIA CELINA BODIN DE MORAES. **Código Civil interpretado conforme a Constituição da República**. v I, Rio de Janeiro: Renovar, 2004.
- 9 - J. FRED WESTON, JUAN A. SIU, BRIAN A. JONSON. **Takovers, Restructuring, & Corporate Governance**. J. Fred Weston, Juan A. Siu, Brian A. Jonson. 3ª Eedition. United States.
- 10 - J. M. DE CARVALHO SANTOS. **Código Civil brasileiro interpretado**. v. III, 7ª edição, Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1958.
- 11 - NADIA DE ARAUJO. **Direito internacional privado: teoria e prática brasileira**. 3ª Ed.edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2006
- 12 - PONTES DE MIRANDA. **Tratado de Direito Privado. Parte Geral**. t. V, 4ª edição, São Paulo: Borsoi, 1983, p. 98-99
- 13 - Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/1956, Rel. Diretor Eliseu Martins, j. em 15.07.2009.
- 14 - RICARDO J FERREIRA. **Contabilidade básica**. 7ª edição, Rio de Janeiro: Ed. Ferreira, 2009.
- 15 - ROBERTA NIOAC PRADO. **Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução CMN n. 401/76 – é efetivo mecanismo de proteção aos minoritários?.** RDM v. 106, 1997.

16 - ROBERTA NIOAC PRADO. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A. – Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 180

17 - SÉRGIO DE IUDÍCIBUS. **Curso de contabilidade para não contadores**. 6ª edição, São Paulo: Atlas, 2009. p. 18.

Who writes the rules for hostile takeovers, and why?— the peculiar divergence of US and UK takeover regulation. Centre for Business Research, University Of Cambridge. Working Paper No. 331. September 2006.

ⁱ * *Alterada posteriormente para Sintonia S.A*

^{**} *Alterada posteriormente para Sintonia S.p.A.*

ⁱⁱ Processo CVM nº RJ-2007-14344.

ⁱⁱⁱ Edizione Holding S.p.A. e Edizione Finance International S.A.

^{iv} Posteriormente ao julgamento do Caso TIM, entrou em vigor a Lei nº 12.376/2010, que alterou o nome da “Lei de Introdução ao Código Civil” para “Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro”. Desse modo, a partir adotaremos a nova nomenclatura.

^x NADIA DE ARAUJO. **Direito internacional privado: teoria e prática brasileira.** 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

^{xiii} <http://www.senado.gov.br>

^{xviii} ARMOUR, J.R AND DAVID A. SKEEL, JR. *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?-The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, 95 GEO. L.J. 1727, 1733 (2007), p. 50.

^{xix} Segundo o artigo 4º da Diretiva Europeia 2004/25/EC: “Os Estados-Membros designam a autoridade ou autoridades competentes para a supervisão das ofertas regidas por regras por aqueles aprovadas ou introduzidas em aplicação da presente directiva. As autoridades assim designadas devem ser autoridades públicas, associações ou organismos privados reconhecidos pela legislação nacional ou pelas autoridades públicas expressamente habilitadas para o efeito pela legislação nacional (...)”.

^{xx} Companies Act 2006, Parte 28.

^{xxi} **Who writes the rules for hostile takeovers, and why?— the peculiar divergence of US and UK takeover regulation.** Centre for Business Research, University Of Cambridge. Working Paper No. 331. September 2006. p. 8.

^{xxii} Takover Code, Regra 9.

^{xxiii} Takover Code, Seção C (“Definições”), Definição de “Controle”.

^{xxiv} Takover Code, Regra 9, alínea (a).

^{xxv} Shareowner Rights across the Markets - A Manual for Investors. CFA Institute Centre for Financial Market Integrity.

^{xxvi} “I. - Une société est considérée, pour l'application des sections 2 et 4 du présent chapitre, comme en contrôlant une autre: 1º Lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales

de cette société; 2° Lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société; 3° Lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société; 4° Lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société. II. - Elle est présumée exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne. III. - Pour l'application des mêmes sections du présent chapitre, deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant conjointement une autre lorsqu'elles déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale”.

^{xxvii} ROBERTA NIOAC PRADO. **Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários – art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução CMN n. 401/76 – é efetivo mecanismo de proteção aos minoritários?**. RDM v. 106, 1997.

^{xxviii} “La garantie de cours est une procédure employée automatiquement après une cession d'un bloc de contrôle. Elle permet aux actionnaires minoritaires de vendre leurs titres au même prix que l'actionnaire majoritaire. Techniquement, l'acquéreur du bloc de contrôle s'engage à acheter en bourse pendant 10 jours de bourse au minimum, toutes quantités de titres qui lui seront présentées, au même prix que celui de la cession du bloc. La procédure de garantie de cours ayant pour conséquence d'offrir une liquidité aux actionnaires minoritaires, l'acquéreur d'un bloc de contrôle risque d'avoir à supporter un investissement complémentaire, lié au rachat à prix fixe de tous les titres qui lui sont présentés au cours de la période”.

http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_garantie_de_cours.html, acesso em 19.05.2011.

^{xxix} Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro

^{xxx} Decreto-Lei n.219 de 2 de novembro de 2006.

^{xxxi} <http://www.cmvm.pt>

^{xxxiv} Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores.

^{xxxv} CIRCULAR 8/2008, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores.

^{xxxvi} REAL DECRETO 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

^{xxxviii} DONALD DEPAMPHILIS. **Merger, Acquisitions, and Other Restructuring Activities**. 3ª edição, Elsevier Academic Press. 2005. p. 49-78.

^{xxxix} Os principais diplomas legais nacionais antitrust dos Estados Unidos são a *Sherman Act*, de 1980 e a *Clayton Act*, de 1914.

^{xl} J. FRED WESTON, JUAN A. SIU, BRIAN A. JONSON. **Takovers, Restructuring, & Corporate Governance**. 3ª edition. United States. p. 30-31.

^{xli} C. FORSTINGER. **Takeover Law In The Eu And The Usa: A Comparative Analysis**. p. 74-75 (European Monographs No. 41, 2002).

^{xlii} A usual ausência de um acionista controlador que atue ativamente nas grandes companhias estadunidenses faz predominar em tal mercado a figura do **controle gerencial** que, conforme mencionado acima, caracteriza-se pelo domínio da companhia por quem imponha sua vontade nas deliberações sociais por meio de procurações de acionistas, com as quais se realizam as eleições dos administradores.

A predominância do controle gerencial dá ensejo às conhecidas “*proxy fights*”, que são as disputas pelas procurações, comumente travadas entre os administradores, tendo em vista a aquisição do controle da companhia.

^{xliii} **Who writes the rules for hostile takeovers, and why?— the peculiar divergence of US and UK takeover regulation**. Centre for Business Research, University Of Cambridge. Working Paper No. 331. September 2006. p. 8.

^{xliv} **Who writes the rules for hostile takeovers, and why?— the peculiar divergence of US and UK takeover regulation**. Centre for Business Research, University Of Cambridge. Working Paper No. 331. September 2006. p. 8.

^{xlv} Estatuto da Embraer “**ART. 14** Cada ação ordinária conferirá direito a um voto nas deliberações da Assembleia Geral, observados os seguintes limites: I - nenhum acionista, ou Grupo de Acionistas, brasileiro ou estrangeiro, poderá exercer votos em número superior a 5% da quantidade de ações em que se dividir o capital social da Companhia;”

^{xlvi} RICARDO J FERREIRA. **Contabilidade básica**. 7ª edição, Rio de Janeiro: Ed. Ferreira, 2009.

^{xlvii} As demonstrações financeiras são elaboradas pela Diretoria e aprovadas pelo Conselho de Administração da Companhia.

^{xlviii} “Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício: I - balanço patrimonial; II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; III - demonstração do resultado do exercício; IV – demonstração dos fluxos de caixa; e V – se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.”

^{xlix} SÉRGIO DE IUDÍCIBUS. **Curso de contabilidade para não contadores**. 6ª edição, São Paulo: Atlas, 2009. p. 18.

¹ ABRASCA; APIMEC NACIONAL; BM&FBOVESPA; Conselho Federal de Contabilidade; FIPECAFI; e IBRACON.

^{li} “A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quorum previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Neste caso, a autorização da Comissão de Valores Mobiliários será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quorum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação”.

^{lii} Voto proferido no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ-2005-4788, em julgamento do Colegiado de 11.04.2006.

^{liii} “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”.

^{lix} O controle conjunto de CBD já era exercido por Abílio Diniz e Casino, mas sob acordo de acionista firmado em 1999.

^{lx} “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”.

^{lxi} A reestruturação teve como objetivo propiciar maior liquidez aos acionistas da Embraer, pulverizar o capital social da companhia e eliminar com o bloco de controle.

^{lxii} www.bmfbovespa.com.br

^{lxiv} “8.5 Percentual Mínimo de Ações em Circulação após Alienação de Controle. Após uma operação de Alienação de Controle da Companhia, o Comprador, quando necessário, deverá tomar as medidas cabíveis para recompor o Percentual Mínimo de Ações em Circulação dentro dos 6 (seis) meses subsequentes à aquisição do Controle.”

^{lxv}“8.1 *Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.*”

^{lxvi}“8.3 *Termo de Anuência dos Controladores. O Acionista Controlador Alienante não transferirá a propriedade de suas ações enquanto o Comprador não subscrever o Termo de Anuência dos Controladores. A Companhia também não registrará qualquer transferência de ações para o Comprador, ou para aquele(s) que vier(em) a deter o Poder de Controle, enquanto este(s) não subscrever(em) o Termo de Anuência dos Controladores, devendo o mesmo ser encaminhado à BOVESPA imediatamente. 8.3.1 A Companhia não registrará acordo de acionistas que disponha sobre o exercício do Poder de Controle enquanto os seus signatários não subscreverem o Termo de Anuência dos Controladores, devendo o mesmo ser encaminhado à BOVESPA imediatamente.*”

^{lxvii}“11.6.1 *Se o preço obtido pelo Acionista Controlador Alienante na alienação de suas próprias ações for superior ao valor da oferta pública de saída realizada de acordo com as demais disposições deste Regulamento, o Acionista Controlador Alienante e o Comprador ficarão conjunta e solidariamente obrigados a pagar a diferença de valor apurado aos aceitantes da respectiva oferta pública, nas mesmas condições previstas no item 11.6. 11.6.2 A Companhia e o Acionista Controlador ficam obrigados a averbar no Livro de Registro de Ações da Companhia, em relação às ações de propriedade do Acionista Controlador, ônus que obrigue o Comprador daquelas ações a estender aos demais acionistas da Companhia preço e condições de pagamento idênticos.*”

^{lxviii}“12.4 *Sanções Não Pecuniárias. Se o descumprimento não for sanado após o prazo fixado na notificação mencionada no item 12.1, sem prejuízo da aplicação das multas acima previstas, a BOVESPA, considerando a gravidade da infração e os danos resultantes para o mercado e seus participantes, poderá determinar que: (i) as cotações dos valores mobiliários de emissão da Companhia sejam divulgadas em separado, determinando novo prazo, por meio de notificação à Companhia para que ela remedie a infração cometida; ou (ii) os valores mobiliários emitidos pela Companhia tenham a sua negociação suspensa do Novo Mercado, determinando novo prazo, por meio de notificação à Companhia para que ele remedie a infração cometida 12.4.1 Na hipótese do item 12.4 (i), caso a Companhia não cumpra a obrigação no prazo estipulado, a BOVESPA poderá determinar que a negociação dos valores mobiliários por ela emitidos seja suspensa do Novo Mercado.*”

^{lxix}“12.4.2 *As sanções previstas no item 12.4 terão como termo final a data em que a obrigação objeto de descumprimento for cumprida em sua totalidade. 12.4.3 A suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da Companhia poderá ser determinada, ainda, nas hipóteses previstas nos regulamentos e regras gerais de suspensão da BOVESPA, bem como na legislação vigente. 12.4.4 Conseqüências da Suspensão. Durante o período em que a Companhia tiver os valores mobiliários por ela emitidos suspensos para negociação, nos termos do item 12.4 (ii) acima, a Companhia, o Acionista Controlador, os Administradores e os membros do conselho fiscal deverão continuar observando todas as*

obrigações decorrentes deste Regulamento de Listagem, da Cláusula Compromissória e do Regulamento de Arbitragem.”

^{lxx} “12.5 Cancelamento da Autorização para Negociar no Novo Mercado. Sem prejuízo da aplicação das multas acima referidas, a autorização da Companhia para negociar no Novo Mercado poderá ser cancelada se a inexecução que tiver motivado a suspensão não for sanada no prazo assinalado na notificação referida no item 12.4 (ii). 12.5.1 Conseqüências do Cancelamento. Em conseqüência do cancelamento da autorização da Companhia para negociar no Novo Mercado, nos termos do item 12.5: (i) os valores mobiliários da Companhia não poderão voltar a ser negociados no Novo Mercado por um período mínimo de 2 (dois) anos, contados da data do cancelamento, salvo se a Companhia tiver o seu controle acionário alienado após a formalização do cancelamento; (ii) o Acionista Controlador não se eximirá do cumprimento das obrigações relativas à saída da Companhia do Novo Mercado, nos termos dos itens 11.6 e 11.6.1 (Alienação de Controle após a Saída) (iii) o Acionista Controlador deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo respectivo Valor Econômico das ações, a ser apurado na forma prevista na Seção X deste Regulamento de Listagem, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis. A notícia da realização da oferta pública deverá ser comunicada à BOVESPA e divulgada ao mercado imediatamente após o recebimento pela Companhia do comunicado de rescisão do Contrato de Participação no Novo Mercado; e (iv) o Acionista Controlador continuará vinculado à arbitragem prevista na Seção XIII até que tenham sido cumpridas as obrigações constantes deste item 12.5.1. 12.5.2 A autorização da Companhia para negociar no Novo Mercado será cancelada, ainda, em caso de declaração de falência e nas demais hipóteses de cancelamento do seu registro para negociação em bolsa.”

^{lxxi} A revogação do artigo 254 se deu em um contexto de privatização das empresas controladas pelo Estado. Na época, ficou evidente que a motivação política para revogação do mencionado dispositivo residiu na possibilidade de desoneração dos adquirentes de controle das referidas companhias que, desobrigados de fazer uma oferta pública para a aquisição das ações de propriedade dos acionistas minoritários, poderiam pagar maiores ágios pelas ações de propriedade do governo.

^{lxxii} “Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários (...) § 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações. (...)”.

^{lxxiii} Definição semelhante poderia ser encontrada no artigo 114 do Código Civil de 1916: “Art. 114 – Considera-se condição a clausula que subordina o efeito do acto juridico a evento futuro e incerto.”

^{lxxiv} CLOVIS BEVILAQUA. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Comentado**. v. I, Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1936, p. 361-362.

^{lxxv} Ao definir a condição, os autores contemporâneos divergem. Alguns mantiveram a característica determinação acessória (CAIO MÁRIO DA SILVA PEREIRA. **Instituições de Direito Civil**. v. 1, 23ª edição, atualizado por Maria Celina Bodin de Moraes, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 474), e outros (FRANCISCO AMARAL. **Direito Civil**. 5ª edição, Rio de

Janeiro: Renovar, 2003, p. 470), criticam tal posicionamento, alegando que isso significaria cindir a condição e o negócio jurídico.

^{lxxvi} PONTES DE MIRANDA. **Tratado de Direito Privado. Parte Geral.** t. V, 4ª edição, São Paulo: Borsoi, 1983, p. 98-99.

^{lxxvii} GUSTAVO TEPEDINO, HELOISA HELENA BARBOSA, MARIA CELINA BODIN DE MORAES. **Código Civil interpretado conforme a Constituição da República.** v I, Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 243.

^{lxxviii} CAIO MÁRIO DA SILVA PEREIRA. **Instituições de Direito Civil.** v. 1, 23ª edição, atualizado por Maria Celina Bodin de Moraes, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 476.

^{lxxix} GUSTAVO TEPEDINO, HELOISA HELENA BARBOSA, MARIA CELINA BODIN DE MORAES. **Código Civil interpretado conforme a Constituição da República.** v I, Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 245.

^{lxxx} J. M. DE CARVALHO SANTOS. **Código Civil brasileiro interpretado.** v. III, 7ª edição, Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1958, p. 6.

^{lxxxI} CAIO MÁRIO DA SILVA PEREIRA. **Instituições de Direito Civil.** v. 1, 23ª edição, atualizado por Maria Celina Bodin de Moraes, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 475.

^{lxxxii} GUSTAVO TEPEDINO, HELOISA HELENA BARBOSA, MARIA CELINA BODIN DE MORAES. **Código Civil interpretado conforme a Constituição da República.** v I, Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 245.

^{lxxxiii} Neste sentido, vide PONTES DE MIRANDA. **Tratado de Direito Privado. Parte Geral.** t. V, 4ª edição, São Paulo: Borsoi, 1983, p. 111.

^{lxxxiv} ROBERTA NIOAC PRADO. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A. – Tag Along.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 180.

^{lxxxv} Parecer/CVM/SJU nº 004, de 31.01.1980.

^{lxxxvi} CAIO MÁRIO DA SILVA PEREIRA. **Instituições de Direito Civil.** v. 1, 23ª edição, atualizado por Maria Celina Bodin de Moraes, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 475.

^{lxxxvii} PONTES DE MIRANDA. **Tratado de Direito Privado. Parte Geral.** t. V, 4ª edição, São Paulo: Borsoi, 1983, p. 112.

^{lxxxviii} GUSTAVO TEPEDINO, HELOISA HELENA BARBOSA, MARIA CELINA BODIN DE MORAES. **Código Civil interpretado conforme a Constituição da República.** v I, Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 213.

^{lxxxix} PONTES DE MIRANDA. **Tratado de Direito Privado. Parte Geral.** t. V, 4ª edição, São Paulo: Borsoi, 1983, p. 112.

^{xc} FRANCISCO AMARAL. **Direito Civil.** 5ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 454.

^{xci} CAIO MÁRIO DA SILVA PEREIRA. **Instituições de Direito Civil**. v. 1, 23^a edição, atualizado por Maria Celina Bodin de Moraes, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 477.

^{xcii} Parecer CVM/SJU nº 089, de 29.11.1982, e nº 118, de 21.11.1983.