XXIV CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI - UFMG/FUMEC/DOM HELDER CÂMARA

DIREITO EMPRESARIAL I

ELOY P. LEMOS JUNIOR

MARIA DE FATIMA RIBEIRO

MARCELO ANDRADE FÉRES

Copyright © 2015 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos.
Nenhuma parte deste livro poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – Conpedi
Presidente - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UFRN
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. José Alcebíades de Oliveira Junior - UFRGS
Vice-presidente Sudeste - Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM
Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Gina Vidal Marcílio Pompeu - UNIFOR
Vice-presidente Norte/Centro - Profa. Dra. Julia Maurmann Ximenes - IDP
Secretário Executivo -Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC
Secretário Adjunto - Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto – Mackenzie

Conselho Fiscal
Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG /PUC PR
Prof. Dr. Roberto Correia da Silva Gomes Caldas - PUC SP
Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini Sanches - UNINOVE
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS (suplente)
Prof. Dr. Paulo Roberto Lyrio Pimenta - UFBA (suplente)

Representante Discente - Mestrando Caio Augusto Souza Lara - UFMG (titular)

Secretarias
Diretor de Informática - Prof. Dr. Aires José Rover – UFSC
Diretor de Relações com a Graduação - Prof. Dr. Alexandre Walmott Borges – UFU
Diretor de Relações Internacionais - Prof. Dr. Antonio Carlos Diniz Murta - FUMEC
Diretora de Apoio Institucional - Profa. Dra. Clerilei Aparecida Bier - UDESC
Diretor de Educação Jurídica - Prof. Dr. Eid Badr - UEA / ESBAM / OAB-AM
Diretoras de Eventos - Profa. Dra. Valesca Raizer Borges Moschen – UFES e Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - UNICURITIBA
Diretor de Apoio Interinstitucional - Prof. Dr. Vladmir Oliveira da Silveira – UNINOVE

D598

Direito empresarial I [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI/UFMG/ FUMEC/Dom Helder Câmara;

coordenadores: Eloy P. Lemos Junior, Maria De Fatima Ribeiro, Marcelo Andrade Féres – Florianópolis: CONPEDI, 2015.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-85-5505-103-6
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: DIREITO E POLÍTICA: da vulnerabilidade à sustentabilidade

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Brasil – Encontros. 2. Empresas – Legislação. I. Congresso Nacional do CONPEDI - UFMG/FUMEC/Dom Helder Câmara (25. : 2015 : Belo Horizonte, MG).

CDU: 34

CONPEDI
Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Florianópolis – Santa Catarina – SC
www.conpedi.org.br

XXIV CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI - UFMG/FUMEC /DOM HELDER CÂMARA

DIREITO EMPRESARIAL I

Apresentação

APRESENTAÇÃO

Os artigos publicados foram apresentados no Grupo de Trabalho de Direito Empresarial I, durante o XXIV CONGRESSSO DO CONPEDI realizado em Belo Horizonte - MG, entre os dias 11 e 14 de novembro de 2015, em parceria com os Programas de Pós-graduação em Direito da UFMG, Universidade FUMEC e Escola Superior Dom Helder Câmara, todos localizados na cidade sede.

Os trabalhos apresentados propiciaram importante debate, em que profissionais e acadêmicos puderam interagir em torno de questões teóricas e práticas considerando o momento econômico e político da sociedade brasileira, em torno da temática central - Direito e Política: da Vulnerabilidade à Sustentabilidade. Referida temática foi pensada para se refletir sobre a pobreza e a forma como essa condição vulnera a luta e o usufruto de direitos.

Na presente coletânea encontram-se os resultados de pesquisas desenvolvidas em diversos Programas de Mestrado e Doutorado do Brasil, com artigos rigorosamente selecionados por meio de avaliação por pares, objetivando a melhor qualidade e a imparcialidade na divulgação do conhecimento da área jurídica e afim. Os temas apresentados do 9º GT foram agrupados por similitudes envolvendo o direito falimentar e recuperação judicial das empresas, Lei Anticorrupção, a Desconsideração da Personalidade Jurídica, assuntos relacionados à Responsabilidade Civil dos administradores, além da temática relacionada ao mercado de valores mobiliários. A doutrina dessa nova empresarialidade demonstra que a atividade empresarial deve se pautar, entre outros aspectos, em princípios éticos, de boa-fé e na responsabilidade social.

Os 28 artigos, ora publicados, guardam sintonia, direta ou indiretamente, com o Direito Constitucional, Direito Civil, Direito do Direito do Trabalho, na medida em que abordam itens ligados à responsabilidade de gestores, acionistas e controladores, de um lado, e da empresa propriamente de outro. Resgata, desta forma, os debates nos campos do direito e áreas especificas, entre elas a economia. Os debates deixaram em evidência que na

recuperação de empresas no Brasil há necessidade de maior discussão sobre o tratamento adequado dos débitos tributários. De igual modo, de forma contextualizada há a observância do compromisso estabelecido com a interdisciplinaridade.

Todas as publicações reforçam ainda mais a concretude do Direito Empresarial, fortalecendo-o como nova disciplina no currículo do curso de graduação e as constantes ofertas de cursos de especialização e de stricto sensu em direito.

O CONPEDI, com as publicações dos Anais dos Encontros e dos Congressos, mantendo sua proposta editorial redimensionada, apresenta semestralmente os volumes temáticos, com o objetivo de disseminar, de forma sistematizada, os artigos científicos que resultam dos eventos que organiza, mantendo a qualidade das publicações e reforçando o intercâmbio de idéias, com vistas ao desenvolvimento e ao crescimento econômico, considerando também a realidade econômica e financeira internacional que estamos vivenciando, com possibilidades abertas para discussões e ensaios futuros.

Espera-se, que com a presente publicação contribuir para o avanço das discussões doutrinárias, jurídicas e econômicas sobre os temas abordados.

Convidamos os leitores para a leitura e reflexão crítica sobre a temática desta Coletânea e seus valores agregados.

Nesse sentido, cumprimentamos o CONPEDI pela feliz iniciativa para a publicação da presente obra e ao mesmo tempo agradecemos os autores dos trabalhos selecionados e aqui publicados, que consideraram a atualidade e importância dos temas para seus estudos.

Profa. Dra. Maria de Fátima Ribeiro - Unimar

Prof. Dr. Eloy Pereira Lemos Junior - Itaúna

Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres - UFMG

Coordenadores

ANÁLISE DA (DES)OBRIGATORIEDADE DA REALIZAÇÃO DE OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES (OPA) EM VIRTUDE DA INCORPORAÇÃO DE SOCIEDADE ESTUDO DO CASO TENDA/GAFISA

ANALYSIS (NOT) OF THE OBLIGATION OF THE REALIZATION OF STOCK ACQUISITION TENDER OFFER IN THE COMPANY OF INCORPORATION VIRTUE - CASE STUDY "TENT / GAFISA"

Pedro Franco Mourão
Jerônimo Vieira de Sousa Neto

Resumo

O objetivo do presente trabalho é analisar se em virtude da utilização do instituto da incorporação de sociedade, a sociedade incorporadora e/ou seu acionista controlador deve ser compelido a realizar uma oferta pública de aquisição de ações aos acionistas da sociedade incorporada. Num primeiro momento, os estudos serão direcionados aos requisitos necessários para a caracterização do acionista controlador de determinada sociedade anônima. Ato contínuo será feito um estudo acerca dos requisitos necessários à alienação de controle de determinada sociedade anônima de capital aberto, e, logo após, deixar-se-á claro, o que é o instituto da incorporação de ações, diferenciando-o do instituto da incorporação de sociedade. Ao final, será feito um estudo do emblemático caso Tenda/Gafisa

Palavras-chave: Alienação de controle, Oferta pública de aquisição de ações, Incorporação de ações, Incporporação de sociedade, Caso tenda/gafisa

Abstract/Resumen/Résumé

The purpose of this work is to analyze whether due to the use of the company incorporation institute, the surviving company and / or its controlling shareholder, it should be compelled to make a public offering of shares to the shareholders of the merged company. Initially, the studies will be targeted to requirements for the characterization of certain shareholder corporation controller. Later there will be a study on the necessary requirements for transfer of control of certain publicly traded corporation and it will be shown what the Institute of merger, differentiating it from the company incorporation Institute. Finally, it will be a study of the emblematic case "Tenta/Gafisa"

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Sale of control, Public offering of shares, Merger of shares, Merger of companies, Case tenda/gafisa

1. INTRODUÇÃO

Antes de adentrar ao foco principal do presente trabalho, será realizado um estudo acerca dos requisitos necessários para a caracterização do acionista controlador de uma sociedade anônima, previstos no art. 116 da Lei 6.404/76 (LSA), que prescreve o seguinte:

> Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:
> a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
> b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Logo após, as atenções serão voltadas ao estudo do conceito de alienação de controle, observando o disposto no art. 254-A da LSA, que dispõe o seguinte:

> 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)
> § 1o Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

Ato contínuo, os esforços serão voltados ao estudo do instituto da incorporação de sociedades, por meio do qual uma sociedade é incorporada por outra, deixando aquela de existir, diferenciando-o do instituto da incorporação de ações, previsto pelo art. 252 da Lei das Sociedades por Ações, *in verbis,* que dispõe sobre a operação de incorporação de todas as ações

do capital social de uma companhia ao patrimônio de outra companhia brasileira, de modo a convertê-la em subsidiária integral. Após isso, será feita uma distinção entre o instituto da incorporação de ações e o instituto da incorporação de sociedades.

> Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.
>
> § 1º A assembléia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)
>
> § 2º A assembléia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)
>
> § 3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembléia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.
>
> § 4o A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta. (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009)

Por derradeiro, após a análise e compreensão dos conceitos supracitados, será feito um estudo do emblemático caso "Tenda/Gafisa".

2. ACIONISTA CONTROLADOR

A atual Lei das sociedades anônimas supera a ilusão de uma assembléia geral democrática e, em conseqüência, destaca a figura do acionista controlador, reconhecendo os enormes poderes que se encontra investido.

Referida Lei reconheceu a existência do poder de controle nas sociedades anônimas, definindo-o não apenas em função da titularidade da maioria do capital votante, mas essencialmente em virtude do efetivo exercício da direção das atividades sociais.[1]

Nos termos do art. 116[2], se verifica que para a caracterização do controle acionário pressupõe-se a ocorrência cumulativa de três requisitos, quais sejam: predominância de votos nas assembléias gerais com a eleição da maioria dos administradores; permanência dessa predominância; e uso efetivo do referido poder.

Conforme bem prelecionam Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik (2010, p. 318):

> A lei societária brasileira reconhece no acionista controlador o verdadeiro dirigente dos negócios sociais, ou seja, aquele que manifesta a vontade prevalente nas votações das Assembléias Gerais e na eleição dos administradores da companhia. É o controlador que, de fato, determina a condução das atividades da sociedade.

Trata-se o controle da sociedade anônima de um poder de fato, não de um poder jurídico, visto que não há norma que o assegure. O acionista controlador não é sujeito ativo do poder de controle, mas o tem enquanto for titular de direitos de voto em número suficiente para lograr a maioria nas deliberações assembleares (EIZIRIK, 2005, p. 234).

Assim, resta indubitável que a norma não fixa um quantitativo mínimo de número de ações para que determinada pessoa seja considera "acionista controlador". Deste modo, o "acionista controlador" de cada companhia somente será identificado a partir de uma correlação entre os pressupostos legais prescritos pelo art. 116 da Lei da S.A. e as circunstâncias fáticas de cada caso concreto.

Vale destacar ainda que dos três requisitos necessários à caracterização do acionista controlador - predominância de votos nas assembléias gerais, com a eleição da maioria dos

[1] EIZIRIK, Nelson. Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhia Aberta. Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. Organizador: Jairo Saddi. São Paulo: IOB, 2002, p. 236.

[2] Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:
a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

administradores; permanência dessa predominância; e uso efetivo do referido poder – o primeiro e o terceiro já foram pontuados de maneira clara, e sua ocorrência é de fácil constatação. Todavia, o segundo requisito, qual seja, o "da permanência" é de constatação um pouco mais delicada e, diante disso, será tratado de maneira separada no tópico a seguir.

2.1 Do Requisito "Da Permanência"

Conforme supracitado, a norma não fixa um determinado quantitativo de ações para que determinado acionista seja considerado "acionista controlador". No entanto, a norma exige, de maneira inequívoca, que a titularidade acionária, que assegure o poder de controle, seja exercida de maneira permanente.

Referido critério não traz nenhum problema quando o poder de controle está assegurado de maneira permanente nas mãos de mais da maioria do capital votante, o mesmo não ocorre quando o poder, em virtude da pulverização das ações no mercado, está concentrado nas mãos de uma minoria, ao passo que o legislador, ao exigir a permanência, deixou claro que o poder não poderia ser episódico, eventual ou decorrente do mero acaso.[3]

Não obstante, como é corriqueiro na legislação pátria, a norma omitiu-se em definir o significado da locução "de modo permanente".

Os doutrinadores, por sua vez, cumpriram com seus trabalhos e trataram de definir o que seria exercer o controle "de modo permanente".

José Edwaldo Tavares Borba (2007, p.357) aduz que

> A permanência não se apóia, necessariamente, na maioria do capital votante, referindo-se o texto legal à "maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral". O que indica a maioria nas assembléias é a própria história das assembléias, em função do comparecimento que normalmente se verifica. O nível de presença mostrará a maioria necessária e, conseqüentemente, o titular do poder de controle.

[3] *Em outras palavras, acionista controlador não é, para os efeitos em questão, o detentor de supremacia fortuita e aritmética de votos, mas quem conta permanentemente com os poderes inerentes à maioria e quem efetivamente faz uso desses poderes sobre a organização e a operação social.*TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. Vol. 1. p. 295.

Segundo o Ilustre doutrinador "esse poder permanente pode resultar da manifesta predominância de um acionista ou de um grupo de acionistas nas duas últimas assembléias, posto que essa seqüência fática de poder já seria um indicador de permanência".

Noutro sentido, Fábio Ulhoa Coelho (1999, p.278) adota o critério de que a permanência é verificada quando o poder de controle é exercido, consecutivamente, nas três últimas assembleias. Para tanto se funda no critério estabelecido pela Resolução nº 401[4] (item IV), do Banco Central do Brasil, assim se pronunciando:

> O critério continua pertinente: quem não dispõe de ações correspondentes a mais de metade do capital com direito a voto deve ser considerado controlador se, nas três últimas assembléias, fez a maioria nas deliberações sociais.

Por ser um critério mais objetivo, tem-se que o disposto pela Resolução supracitada é o mais acertado.

Desta maneira, o acionista ou o grupo de acionistas que consiga alcançar a maioria nas três últimas assembléias, independentemente do lapso temporal entre a realização de uma e de outra, será considerado "acionista controlador".

3. DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES (OPA) POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE

O art. 254-A da Lei 6.404/76 prescreve o seguinte:

> 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

[4] IV - *Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o 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.*

> § 1o Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)
>
> § 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)
>
> § 3o Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)
>
> § 4o O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

O artigo supracitado e seus respectivos parágrafos definem o que é "alienação de controle", deixando claro que o controle de determinada companhia somente pode ser alienado "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".

Os conceitos em si, do que seja "alienação de controle" e "oferta pública de aquisição de ações", são simples, decorrem da mera literalidade das locuções supracitadas.

Alienar o controle é vendê-lo, transferi-lo de maneira onerosa, a *outrem*.

Neste sentido, Nelson Eizirik (2008, p. 569) bem preleciona que:

> A alienação de controle é uma operação de caráter privado, decorrente de uma prévia negociação entre o acionista controlador alienante e o adquirente do controle acionário, na qual, entre outras condições, são estabelecidas contratualmente a quantidade de ações objeto de alienação e o preço que deverá ser pago por esse bloco de ações.

Vale destacar ainda que não se deve confundir o negócio jurídico de alienação de controle com uma simples compra e venda de ações com direito a voto, emitidas por determinada companhia, uma vez que o bloco de ações representativo do controle significa um instrumento de

poder, garantindo ao seu detentor o poder de comandar as atividades empresariais, elegendo a maioria dos administradores e ditando os rumos da companhia.

Por outro lado, a "oferta pública de aquisição de ações", prevista no art. 254-A, consiste no simples fato de que para concretizar o negócio jurídico de alienação de controle, o adquirente deve fazer uma oferta de compra, no valor de no mínimo 80% do valor pago às ações pertencentes ao acionista controlador ou ao bloco de controle, aos demais acionistas com direito a voto da companhia.

Todavia, o problema que sempre causou e que ainda causa discussões acirradas entre os doutrinadores pátrios, consiste em definir e analisar em quais hipóteses há ou não alienação de controle capaz de dar ensejo à obrigatoriedade da OPA.

Diante disso, passa-se adiante a uma análise das formas de alienação de controle, interpretando-se de maneira minuciosa os dispositivos contidos em referido dispositivo legal, para, ao fim, tentar deixar claro – se é que isso é possível – em quais hipóteses há, de fato, a alienação do controle de determinada companhia.

3.1 Aquisição Originária x Aquisição Derivada do Controle

É de suma importância estabelecer uma distinção clara entre "aquisição originária" e "aquisição derivada" do controle, vez que a OPA somente é aplicada nas hipóteses de "aquisição derivada".

Aquisição originária de controle é a operação que resulta da formação, no patrimônio do novo controlador, de um controle que não existia no patrimônio do antigo controlador. Assim, pode-se dizer que o novo controle surge basicamente de três maneiras, quais sejam: sucessivas aquisições de ações com direito a voto no mercado; por meio da assinatura de um acordo de acionistas; ou mediante a oferta pública para aquisição, prevista no art. 257 da Lei das S.A.

Se não se adquire ações pertencentes ao antigo controlador ou ao bloco de controle da companhia, e se o próprio art. 254-A dispõe que o valor de 80% que deverá ser tido como mínimo para a oferta pública deve ser lastreado no valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle, não é aceitável a idéia de que deve haver OPA nos casos de aquisição originária do controle, até porque, o próprio artigo supracitado é bem claro ao utilizar a expressão "entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do

bloco de controle", ou seja, as ações alienadas devem ter sido *transferidas* a um terceiro, pelo acionista controlador ou pelo bloco de controle da companhia.

Neste sentido, Modesto Carvalhosa (2002, p. 173) bem preleciona que:

> Tratando-se de aquisição originária, o entendimento da CVM, na vigência do art. 254 da Lei nº 10.303, de 2001, manifestado na prática de atuação de sua então existente Gerência de Operações Especiais – GEO, era no sentido de que não seria obrigatória a oferta pública, visto que inexistente a alienação do controle acionário.
>
> A redação deste art. 254-A segue tal entendimento, uma vez que: 1) o caput dispõe que a oferta pública aos minoritários visa a assegurar-lhes preço no mínimo igual a 80% por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle; ou sjea, há de ter existido previamente um bloco de controle; 2) o preço da oferta pública é calculado sobre o valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle, ou seja, há de ter sido feito algum pagamento aos integrantes do bloco de controle.

Além do mais, é de suma importância destacar que a Comissão de Valores Mobiliários, (CVM) ao editar a Instrução CVM nº 361/2002[5], deixou claro no parágrafo quarto, do art. 29 da referida instrução que, para que haja a obrigatoriedade da OPA, o controle deve ter sido alienado a um terceiro, estranho à companhia, "pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle".

Restando claro o que seja a "aquisição originária" do controle, passa-se agora à definição do que seja a "aquisição derivada" do controle, que, de fato, tem importância no presente estudo, vez que, conforme delineado alhures, a OPA somente pode ser exigida nos casos de "aquisição derivada" do controle.

Aquisição derivada de controle é a operação por meio da qual o controle de determinada companhia é transferido a um terceiro pelo acionista controlador ou pelo bloco de controle que o detinha, pressupondo, neste caso, a preexistência de um acionista controlador que detinha o poder e o alienou, de maneira onerosa, a um terceiro.

[5] Instrução CVM nº 361/2002. Art. 29, §4º: § 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.

Feitas tais considerações, resta evidente que a principal diferença entre "aquisição originária" e "aquisição derivada" de controle consiste no fato de que, nesta o controle é transferido a um terceiro por um acionista controlador que o detinha, enquanto naquela o controle não é adquirido de um acionista controlador, mas é formado, seja pela assinatura de um acordo de acionistas, seja por sucessivas aquisições de ações com direito a voto no mercado ou, até mesmo, através de uma oferta pública de aquisição, prevista no art. 257 da Lei da S.A.

Por fim, insta salientar ainda que tanto na hipótese de "aquisição originária", quanto na hipótese de "aquisição derivada", já preexistia um poder de controle na companhia, seja totalitário, majoritário, minoritário ou gerencial, o que diferencia uma hipótese da outra é a maneira de aquisição do referido poder de controle.

3.2 Dos Requisitos Necessários Para a Caracterização da Alienação de Controle Ensejadora da Obrigatoriedade da OPA

A OPA por alienação de controle visa garantir a aplicação do princípio do tratamento igualitário entre os acionistas da sociedade, garantindo aos minoritários o direito de desvincularem-se da companhia caso haja alteração substancial na base de controle na qual haviam depositado sua confiança, bem como, "atenuar a apropriação pelo controlador do valor agregado por todos os acionistas à organização societária" (EIZIRIK, 2011, p. 418).

Neste sentido, Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik (2010, p. 320) prelecionam que:

> A oferta pública por ocasião da alienação do controle de companhia aberta é exigida, em diversos países, com o objetivo de assegurar ao acionista minoritário o direito de vender as ações de sua propriedade em conjunto com o antigo controlador, no momento em que este transfere o poder de controle para um terceiro.

Não obstante, para que haja a obrigatoriedade da realização da OPA por alienação de controle de companhia aberta, é necessária a incidência específica de todos os requisitos previstos no art. 254-A, da Lei das S.A.. Noutras palvras, a ausência de um único requisito previsto no referido artigo afasta a incidência da obrigatoriedade da realização da OPA.

Diante disso, passa-se a seguir, ao estudo de cada um dos requisitos previstos no referido artigo, para que seja possível verificar se em determinado caso concreto há ou não a obrigatoriedade da realização da OPA por alienação do controle.

O primeiro requisito a ser observado – o mais simples, diga-se de passagem – é o de que a OPA prevista no art. 254-A, da Lei 6.404/76, somente é aplicável às operações que tenham como objeto a alienação de controle de sociedades anônimas de capital aberto, sendo assim, referido dispositivo legal não se aplica às sociedades anônimas de capital fechado.

Outro requisito, indispensável, é o de que a alienação do controle deve ocorrer de maneira onerosa, somente podendo ser imposta a regra do art. 254-A nas hipóteses em que haja efetivo pagamento, seja em dinheiro ou bens, pelas ações ou valores mobiliários de titularidade do acionista controlador ou do bloco de controle da companhia.

Nesta linha de raciocínio, Neslon Eizirik e Modesto Carvalhosa (2010, p. 324) delineiam que:

> De fato, como o referido art. 254-A determina que o preço da oferta pública dirigida aos acionistas minoritários corresponda a 80% (oitenta por cento) do valor por ação pago ao antigo controlador, dita oferta pública, evidentemente, não teria qualquer finalidade nas hipóteses em que a transferência do controle acionário ocorresse a título gratuito.

Passando-se adiante – e como já foi dito em tópico anterior – chega-se à conclusão de mais um requisito, qual seja, a oferta pública obrigatória somente é aplicável nas hipóteses de "aquisição derivada" de controle, por meio da qual o controle de determinada companhia é transferido a *outrem* pelo acionista controlador ou pelo bloco de controle que o detinha.

É por isso que Sérgio Botrel (2012, p. 159), com a maestria que lhe é corriqueira, aduz que:

> A incidência do art. 254-A está condicionada, ademais, a que a aquisição seja derivada, o que afasta, ressalvada hipóteses de fraude, a aplicação dessa norma legal quando a transferência do controle decorre de operações de fusão, incorporação (de sociedades ou de ações) ou cisão.

Dessa maneira, a OPA somente será exigida nos casos em que ocorra a efetiva transferência, de ações ou outros valores mobiliários previstos no §1º, do art. 254-A, do

patrimônio do acionista ou grupo controlador da companhia, para *outrem*, restando inequívoca a ideia de que nos casos de "aquisição originária" não há que se falar em alienação do controle e, muito menos, em obrigatoriedade da realização da OPA, como já foi dito anteriormente.

Continuando a análise dos requisitos necessários à realização da OPA por alienação de controle, vale destacar que a maioria da doutrina, pautando-se no art. 29, §4º, da Instrução 361 da CVM[6], entende que a oferta pública de aquisição de ações somente é exigível nos casos em que o poder de controle seja alienado a um terceiro estranho – que não integrava - ao bloco de controle.

No entanto, recentemente, entendendo que o novo controlador da companhia não deve ser necessariamente um terceiro, estranho ao bloco de controle, Eduardo Sechi Munhoz (2013, p.300), pautando-se em ponderações do Ilustre e gabaritado doutrinador Fábio Ulhoa Coelho (2002, p.481), afirma que:

> (...) a respeito do art. 254-A, cumpre ressaltar que é irrelevante, para efeito de sua incidência, que o adquirente seja terceiro em relação aos acionistas integrantes do bloco de controle anterior. Sendo terceiro, não há dúvida de que a operação terá como resultado o surgimento de um novo acionista controlador. Sendo porém, acionista integrante do bloco de controle, ainda assim poderá configurar-se o tipo legal, se ficar demonstrado que houve mudança na vontade dominante dentro do grupo, ou seja, se o adquirente, antes minoritário no grupo, passou a ser titular da maioria dos votos.

Sobre o tema, a CVM, no julgamento do Processo RJ nº 2007/7230[7], destacou que:

> Destarte, para que ocorra a alienação do controle, necessário que haja mudança na titularidade do poder de controle, sendo fundamental, portanto, a presença de novo controlador.

O último requisito exigido pelo art. 254-A é o de que a alienação do controle da companhia somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o

[6] Instrução CVM nº 361/2002. Art. 29, §4º: § 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.

[7] Processo CVM nº 2007/7230, Rel. Eli Loria, julgado em 11/07/2007. Disponível em www.cvm.gov.br

adquirente do controle se obrigue a fazer OPA das ações com direito a voto, de propriedade dos demais acionistas da companhia.

Diante de tal preceito, a seguir será feita a distinção entre condição suspensiva e resolutiva.

Condição suspensiva é aquela prevista pelo art. 125 do Código Civil, que assim prescreve:

> Art. 125. Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa.

Como o próprio nome diz, enquanto o negócio jurídico estiver subordinado a uma condição suspensiva, os seus efeitos estarão suspensos.

Se os efeitos estão suspensos, ela (condição suspensiva) impedirá a aquisição e o exercício do direito, ou seja, a pessoa física ou a pessoa jurídica só adquire e exercita o seu direito depois da condição suspensiva ser implementada.

Assim, adotada a condição suspensiva, os efeitos do contrato de alienação do controle ficam suspensos enquanto se realiza a oferta pública de aquisição de ações dos minoritários, detentores de ações com direito a voto. Finalizada a oferta, as partes executarão o contrato, recebendo aquele o preço, e este as ações com direito a voto. Referida condição mostra-se mais favorável, ao passo que caso algo não ocorra conforme o planejado, as partes retornarão sem maiores problemas ao *status quo ante.*

Já a condição resolutiva, é aquela prevista pelo art. 127 do Código Civil, que assim prescreve:

> Art. 127. Se for resolutiva a condição, enquanto esta se não realizar, vigorará o negócio jurídico, podendo exercer-se desde a conclusão deste o direito por ele estabelecido.

Diferentemente da condição suspensiva, a condição resolutiva não impede que o negócio jurídico produza seus efeitos. Mas, uma vez implementada, o negócio jurídico se resolve.

Isso significa que a condição resolutiva não impede a aquisição nem o exercício do direito, tanto que o negócio jurídico produzirá todos os seus regulares efeitos.

Por isso, caso seja adotada a condição resolutiva, o negócio jurídico de alienação de controle produz seus efeitos imediatamente, ou seja, as ações são transferidas ao adquirente e o alienante recebe desde já o preço. No entanto, caso o adquirente não realize a OPA, o negócio será resolvido e as partes voltarão ao *status quo ante.*

Ante o exposto, percebe-se que o negócio jurídico de alienação de controle tem por objeto não a simples transferência de certo número de ações de determinada companhia a *outrem,* mas sim a transferência do poder de controle da companhia.

Neste sentido, Fábio Konder Comparato (1976, p.238) ressalta:

> Portanto, o que se aliena e é regulado pelo art. 254-A é esse poder, o poder de controle. Interessante observar que tal poder, juridicamente falando, constitui aquilo que em direito se denomina uma situação estatutária.

Por isso, conclui-se que somente haverá a obrigatoriedade da realização da OPA se houver sido alienado o poder de controle da companhia.

Para dar cabo a este tópico, vale esclarecer que a existência de ágio entre o valor efetivamente pago pelo adquirente e o valor de mercado das ações não constitui requisito legal para a obrigatoriedade da realização da OPA por alienação de controle. Desta maneira, é plenamente possível que a OPA seja obrigatória ainda que o valor a ser pago aos minoritários seja eventualmente menor do que aquele pelo qual as ações objeto da oferta são negociadas no mercado[8]. Não obstante, é óbvio que se trata de uma oferta, ou seja, cabe aos minoritários aceitarem ou não.

Da mesma forma, o simples fato de as ações integrantes do bloco de controle serem adquiridas por um preço maior do que o negociado no mercado – o que geralmente ocorre, diga-se de passagem –por si só não serve de fundamento para a eventual obrigatoriedade da OPA por alienação de controle.

Ante o exposto, conclui-se que não há uma fórmula matemática exata para a aplicação do art. 254-A, ou seja, somente será possível saber se houve ou não alienação de controle ensejadora da obrigatoriedade da OPA após uma minuciosa análise do caso concreto.

[8] Neste sentido, a decisão do colegiado da CVM proferida no processo administrativo nº RJ 2006/7658, julgado em 11/04/2007.

Ultrapassado o estudo acerca do que seja a alienação do controle, bem como dos requisitos necessários à sua caracterização, no tópico a seguir, adentra-se ao estudo do instituto da incorporação de ações.

4. INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E INCORPORAÇÃO DE SOCIEDADES

O artigo 252[9] da LSA dispõe sobre a operação de incorporação de todas as ações do capital social de uma companhia ao patrimônio de outra, de modo a convertê-la em subsidiária integral.

Por meio dessa operação, todas as ações da sociedade alvo são contribuídas ao capital social da sociedade incorporadora, tornando-se aquela subsidiária integral desta.

Em virtude disso, a sociedade incorporadora deverá aumentar seu capital social mediante a emissão de novas ações, a serem subscritas pelos antigos acionistas da sociedade convertida em subsidiária integral[10]. Os acionistas da companhia cujas ações foram incorporadas passam a ser, portanto, acionistas da companhia incorporadora e, indiretamente da companhia da qual eram originariamente acionistas.

Nelson Eizirik (2011, p.396) define a incorporação de ações como operação híbrida "mediante a qual se procede a uma modalidade de concentração empresarial em que se mantém a

[9] Lei nº 6.404/76: Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.
§ 1º A assembléia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.
§ 2º A assembléia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.
§ 3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembléia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.
§ 4o A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta.

[10] Eventualmente, a incorporação, tanto de companhia como de ações, pode não acarretar um aumento de capital da incorporadora. Embora incomum, isto pode acontecer quando o valor da sociedade incorporada, apurado de acordo com os critérios do art. 170, §1º da Lei nº 6.404, seja zero ou negativo.

personalidade jurídica da companhia alvo, cujas ações são incorporadas, passando ela, porém, a ter uma única acionista, a companhia incorporadora."

Importante ressaltar que a companhia que tem suas ações incorporadas, tornando-se subsidiária integral da incorporadora, mantém sua personalidade jurídica própria, permanecendo responsável por seus ativos e passivos, característica importante a ser levada em consideração quando da definição da operação societária a ser adotada.

A incorporação de ações deverá ser deliberada mediante assembléia a ser realizada em ambas as sociedades envolvidas (incorporada e incorporadora), sendo o quórum de aprovação na incorporada de metade, no mínimo, das ações com direito a voto.

4.1 Da Justificativa Da Operação

Como a operação estudada acarretará no fechamento de capital da incorporada, muitos doutrinadores entendem que se trata a incorporações de ações, neste caso, de negócio jurídico indireto, em fraude à Lei, com o fito de elidir a obrigação de realização de uma OPA de fechamento de capital.

Assim, a fim de evitar eventual anulação do ato, é preciso que a incorporação de ações tenha uma finalidade útil aos acionistas da incorporada, que não o único fito de se proceder no

cancelamento do registro da companhia junto a CVM.

Lembramos que no caso, essa justificativa deve ter por embasamento um critério concreto, como seja maior sinergia e eficiência na operação.

4.2 Do Direito De Recesso

A operação de incorporação de ações dá aos acionistas dissidentes de ambas as empresas (incorporada e incorporadora) o direito de recesso, retirando-se da companhia mediante reembolso de suas ações.

4.3 Do Valor do Reembolso

O valor do reembolso poderá ser obtido mediante cálculo do PL por ação (valor contábil) ou pelo valor econômico, sendo que somente poderá ser inferior ao do valor contábil se apurado com base no critério de valor econômico da empresa.

É importante frisar que, se a deliberação da assembléia geral ocorrer mais de 60 (sessenta) dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial. Nesse caso, a companhia pagará imediatamente 80% (oitenta por cento) do valor do reembolso calculado com base no último balanço e, levantado o balanço especial, pagará o saldo no prazo de 120 (cento e vinte) dias, a contar da data da deliberação da AGE.

4.4 Da Relação de Troca das Ações da Companhia Incorporada

Como resultado último da incorporação de ações os acionistas da sociedade incorporada, passarão a integrar o quadro social da incorporadora, mediante troca de ações que detiverem na incorporada.

A rigor a Lei das S/A não determina qual o critério a ser observado para estabelecer o número de ações que serão conferidas aos acionistas da incorporada no capital da incorporadora. A Lei apenas exige que o(s) critério(s) para se determinar a relação de troca de ações seja (m) divulgado (s) no Protocolo de Incorporação, que será (ao) livremente escolhido (s) pelos acionistas das companhias envolvidas.

No entanto, em se tratando de incorporação de ações de companhia controlada, sob controle comum ou de companhia controladora, a Lei das S/A determina que seja apresentada aos acionistas da incorporada a avaliação de ambas as companhias envolvidas, com base no critério do patrimônio líquido a preço de mercado.

Esse critério considera como parâmetro de avaliação o valor de realização dos ativos das sociedades que se daria na hipótese de sua liquidação, levando em conta a verificação de cada ativo isoladamente, com base no seu possível valor de venda ou reposição. Ele não se confunde com o valor do patrimônio líquido contábil, utilizado para estabelecer o valor de reembolso ao acionista dissidente de deliberação.

Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo de incorporação, forrem menos vantajosas do que as resultantes da avaliação do

patrimônio líquido a preço de mercado, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia da controlada, poderão optar entre receber o valor de reembolso ou o valor do patrimônio líquido a preço de mercado.

O importante e o que a norma busca, é que a relação de troca não preveja disparidade entre as ações detidas pelo grupo de controle e aquelas detidas pelos minoritários. Se a relação de troca for a mesma para todos os acionistas da incorporada, independente do tipo ou espécie de ação ou de pertencer ao(s) controlador(es), então não poderá ser considerada vantagem indevida que venha em benefício somente do majoritário.

4.5 Diferenças entre incorporação de ações e incorporação de sociedades

A operação de incorporação de ações, apesar da similitude de denominação, não se confunde com a incorporação de sociedades prevista no artigo 227 da LSA, apresentando características específicas.

De acordo com o artigo 227, por meio da operação de incorporação de sociedades, uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. Tem-se, portanto, a sucessão universal dos direitos e obrigações associados ao patrimônio da incorporada. A respeito da sucessão universal, José Luiz Bulhões Pedreira (2009, p.1769) ensina que "A sucessão universal consiste na substituição em posição de titular de uma universalidade, ou seja, de um conjunto de direitos, ou de direitos e obrigações."

Noutras palavras, como conseqüência da incorporação de sociedade, a incorporada é extinta e a incorporadora absorve seus ativos e passivos, sucedendo aquela em todos os direitos e obrigações.

Ainda, o capital social da incorporadora é aumentado no montante equivalente ao patrimônio líquido da incorporada. Com a extinção da sociedade incorporada, todas as ações de sua emissão são canceladas e seus acionistas passam a ser, então, acionistas da incorporadora, recebendo ações desta, na proporção de suas participações no capital da sociedade que fora incorporada.

Como principal diferença, tem-se que na incorporação de ações todas as ações de emissão de uma companhia são transferidas para outra companhia, que tem seu capital social aumentado em valor equivalente ao valor das ações incorporadas. Desse modo, a companhia que

tem suas ações incorporadas não é extinta, e suas ações, agora detidas pela sociedade incorporadora, não são canceladas, permanecendo, então, como subsidiária integral da incorporadora. A sociedade incorporadora torna-se, portanto, a única acionista da sociedade cujas ações foram incorporadas, passando a ser detentora de todas as ações de emissão desta companhia.

A companhia alvo, como visto, permanece com patrimônio e personalidade jurídica próprios, mantendo sua autonomia patrimonial e gerencial. Não há neste caso a sucessão dos ativos e passivos, direitos e obrigações entre as partes da operação. Esta característica da incorporação de ações mostra-se especialmente interessante nos casos em que a companhia incorporadora tem dúvidas sobre eventuais passivos ocultos da companhia "alvo". Explica-se: caso opte pela incorporação de sociedades, regida pelo artigo 227, a sociedade incorporadora irá suceder a incorporada em todos os seus ativos e passivos, conforme visto acima.

Conforme se depreende da interpretação do artigo 137[11] lido em conjunto com o artigo 136, IV[12], ambos da Lei das Sociedades por Ações, no caso da incorporação de sociedade, apenas os acionistas dissidentes da sociedade incorporada têm assegurado o direito de recesso, devendo receber o reembolso do valor de suas ações. Importante notar que, conforme redação do §2º do artigo 137, o conceito de acionista dissidente engloba tanto os acionistas que votaram de forma contrária à operação de incorporação na assembleia geral, quanto aqueles que se abstiveram ou mesmo que não compareceram à assembleia.

Na incorporação de ações, por outro lado, os acionistas dissidentes tanto da companhia incorporadora, quanto da companhia cujas ações são incorporadas, podem exercer o direito de recesso, de acordo com a redação dos §§ 1º e 2º do artigo 252 da Lei das Sociedades por Ações. Importante ressaltar que, em ambos os casos, não terão direito de recesso os acionistas detentores de ações com liquidez e dispersão no mercado, nos termos do artigo 137, II da Lei das Sociedades por Ações.

---

[11] Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:
(...)

[12] Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:
(...)
IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;

Percebe-se, portanto, que apesar de denominações semelhantes, a incorporação de ações e a incorporação de sociedades são operações distintas, com regramentos próprios que não devem ser confundidos.

5. ESTUDO DO CASO TENDA/GAFISA

Em setembro de 2.008, a incorporadora Gafisa e a construtora Tenda anunciaram ao mercado a seguinte operação societária: A empresa Fit, controlada pela Gafisa, seria incorporada pela construtora Tenda.

Para que referida operação societária fosse feita, a Tenda teve que aumentar seu capital social, conforme determina a legislação. Diante disso, e em virtude da relação de troca de ações (quantidade de ações da Tenda que passariam a ser de titularidade da Fit), a Fit, controlada pela Gafisa, passou a deter 60 % das ações ordinárias com direito a voto emitidas pela Tenda.

Em razão disso, os antigos controladores da Tenda tiveram sua participação acionária diluída de 51% para 20%. Noutras palavras, eles perderam o controle da Tenda para a Gafisa, controladora da Fit.

Diante da operação supracitada, surgiu a presente dúvida para o mercado, especialmente para os acionistas minoritários da Tenda: a Fit, controlada pela Gafisa, deveria ser obrigada a realizar OPA, vez que passou a ser controladora da Tenda? Noutras palavras, houve alienação de controle, nos termos do Art. 254-A da LSA?

A operação foi tão questionada pelos minoritários à época, que surgiu nos veículos de comunicação, uma discussão em torno da ausência de *tag along* aos acionistas minoritários de Tenda.

Aos 2/9/2008, no jornal Valor Econômico, cita-se "É o que os advogados chamam de ‘aquisição originária’. Alguém fica com o controle de uma empresa sem que ninguém tenha vendido."

No dia seguinte, o título da matéria sobre o tema amplia a discussão: "Mercado reage mal à compra da Tenda e ação cai mais 15%".

Nesse ponto, Wilson Amaral, presidente da Gafisa se manifestou à época: "por definição, "tag along" significa prêmio de controle e, nesse caso, não houve prêmio ao controlador. Primeiro, ele não vendeu o controle, mas, sim, abriu mão dele, sem qualquer

contrapartida, uma vez que não recebeu dinheiro algum por isso. Ele teve a participação diluída e não recebeu vantagem alguma. (...) tag along pode ser entendido também como o direito de ir a reboque. É exatamente o que está acontecendo. Controlador e minoritário estão recebendo o mesmo tratamento".

De outro lado, traz a matéria que "os analistas fizeram duras críticas à ausência de tag along. (...) a transação configura alienação do controle e, por isso, deveria estender aos minoritários da Tenda a mesma oportunidade dada ao acionista vendedor. (...) os argumentos pareceram não convencer os analistas, que viram falhas de governança na operação".

Em 4/9/2008, o assunto se manteve em pauta no referido periódico: "por ser uma troca de controle, os acionistas minoritários se decepcionaram com a ausência de uma oferta de prêmio de controle (tag along). Os papéis dispersos na bolsa não serão comprados pela Gafisa porque os atuais controladores da Tenda não venderão suas ações, eles perderão o comando por serem diluídos com o aumento de capital para incorporação da Fit. A diluição será na mesma proporção do que ocorrerá com os demais minoritários."

Tomando por base as declarações veiculadas nos jornais, num primeiro momento poder-se-ia vislumbrar a hipótese de alienação de controle, ensejadora de OPA, vez que houve, de fato, uma mudança de controle das companhias; a Lei das Sociedades por Ações regula a alienação de controle de companhia aberta e, demais disso, os estatutos sociais exigem as ofertas públicas onde a Lei não o faz, no que tange às aquisições originárias; ao se utilizar o instituto da incorporação, seja de ações ou de companhia, com o real objetivo de alienar o controle da companhia, as finalidades deveriam ser respeitadas, gerando conseqüências idênticas, qual seja, a formulação de oferta aos minoritários da companhia adquirida; e houve uma verdadeira negociação com o antigo controlador das companhias e, por conseguinte, ninguém daria, sem contrapartida financeira, o controle societário de uma companhia aberta.

Não obstante, a par de uma detida análise de tudo o que foi dito *alhures,* chega-se a uma conclusão distinta daquela aventada num primeiro momento.

Como já dito, é sabido que nem toda troca de controle enseja a obrigatoriedade de realização da OPA prevista no art. 254-A da Lei nº 6404/76. Alguns requisitos devem ser observados, em especial, o de transferência ou cessão onerosa, seja de ações, seja de valores mobiliários, seja de direitos de subscrição, ou de outros títulos.

Ademais, nos casos de aquisição originária de controle, há troca de controle, sem gerar, no Brasil, obrigatoriedade de realização de oferta pública aos acionistas em circulação da companhia adquirida. Como já dito, a OPA somente se torne obrigatória nos casos de aquisição derivada de controle, que, como já dito, é a operação por meio da qual o controle de determinada companhia é transferido a um terceiro pelo acionista controlador ou pelo bloco de controle que o detinha, pressupondo, neste caso, a preexistência de um acionista controlador que detinha o poder e o alienou, de maneira onerosa, a um terceiro.

No caso em tela, a despeito da diluição sofrida, não houve transferência de valores mobiliários dos antigos para os novos controladores.

No que tange aos estatutos sociais das companhias, com suas cláusulas de proteção à dispersão acionária e ao controle difuso, ainda que não seja o caso das companhias envolvidas, expressamente excluem da obrigatoriedade de realizar OPA quando se trata de operação de incorporação, ou mesmo de subscrição em emissão primária de ações.[13]

Assim, tendo em vista a ausência de transferência onerosa de valores mobiliários entre os antigos e novos controladores da companhia, chega-se à conclusão idêntica à dada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) da CVM à época[14], qual seja, a não obrigatoriedade de realização de OPA, uma vez que a utilização do instituto da incorporação, definido na lei societária, gerou a aquisição originária de controle das companhias envolvidas.

6. CONCLUSÃO

Desde a antiguidade, deter o controle de determinada atividade é considerado fenômeno de poder.

---

[13] Na hipótese de haver Controle Difuso, qualquer Acionista Adquirente (conforme definição abaixo), que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, inclusive por força de usufruto que lhe assegure direitos políticos de sócio, em quantidade igual ou superior a 20% do total de ações de emissão da Companhia, excluídas para os fins deste cômputo as ações em tesouraria, deverá, no prazo de 60 dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações nessa quantidade, realizar ou solicitar o registro de uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia ("OPA"), observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários, os regulamentos da Bolsa de Valores de São Paulo e os termos deste Capítulo.
O disposto neste Artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 20% do total das ações de sua emissão, em decorrência:da incorporação de uma outra sociedade pela Companhia ou da incorporação da Companhia por uma outra sociedade; e da incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia ou da incorporação de ações da Companhia por uma outra sociedade;

[14] http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2008/20081006-1-memo-sre.pdf

No mercado de capitais não é diferente. Por isso, a LSA, em seu artigo 116, descreve o que seja deter o poder de controle de uma sociedade anônima de capital aberto, a fim de verificar quem, de fato, no dia a dia empresarial, controla determinada companhia.

Sendo certo que em muitos casos os investidores somente aplicam seus recursos em companhias que confiam e acreditam no potencial do acionista controlador, o legislador entendeu que seria necessário criar mecanismos para a defesa dos interesses dos acionistas minoritários, oferecendo-lhes garantias de que, caso o controle de determinada companhia fosse alienado, substituindo-se o acionista controlador, fosse garantido aos minoritários desvincular-se da sociedade em boas condições.

Diante disso, foi editado o art. 254-A da LSA, que prevê que o controle de determinada sociedade anônima de capital aberto somente poderá ser alienado caso o adquirente comprometa-se a fazer uma oferta pública de aquisição das ações dos acionistas minoritários da companhia, por um valor correspondente a no mínimo 80% do valor pago às ações de titularidade do acionista controlador.

O art. 252 da LSA prevê o instituto jurídico da incorporação de ações, por meio do qual, todas as ações da sociedade incorporada são contribuídas ao capital social da sociedade incorporadora, tornando-se aquela subsidiária integral desta. Já o art. 227 prevê o instituto da incorporação de sociedades, por meio da qual determina sociedade é totalmente incorporada por outra, deixando a incorporada de existir.

Utilizando referido instituto, em setembro de 2.008, a incorporadora Gafisa e a construtora Tenda anunciaram ao mercado a seguinte operação societária: A empresa Fit, controlada pela Gafisa, teria todas as suas ações incorporadas pela construtora Tenda. Após referida operação, a empresa Fit, tornar-se-ia subsidiária integral da Tenda.

Para que referida operação societária fosse feita, a Tenda teve que aumentar seu capital social, conforme determina a legislação. Diante disso, e em virtude da relação de troca de ações (quantidade de ações da Tenda que passariam a ser de titularidade da Fit), a Fit, controlada pela Gafisa, passou a deter 60 % das ações ordinárias com direito a voto de emissão da Tenda.

Em decorrência da operação supracitada, surgiu a presente dúvida para o mercado, especialmente para os acionistas minoritários da Tenda: houve alienação de controle da Tenda, nos termos do Art. 254-A da LSA, e, em virtude disso, a Fit, controlada pela Gafisa, deveria ter promovido uma OPA?

Após detido estudo do caso concreto, foi constado que tendo em vista a ausência de um dos requisitos imprescindíveis para a configuração da alienação de controle, qual seja, a transferência onerosa de valores mobiliários pelos acionistas da Tenda aos acionistas da Fit, não há que se falar em obrigatoriedade de OPA, vez que o que houve foi aquisição originária, e não derivada, do controle da Tenda, pela Fit, controlada pela Gafisa.

REFERÊNCIAS

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário.** 10ª ed., São Paulo: Renovar, 2007;

BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições.** São Paulo: Saraiva, 2012;

BRASIL, Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, **Lei das S.A**. Brasília: Senado, 1.976;

BRASIL, Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: Senado, 2001;

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da Republica Federativa do Brasil**. Brasília: Senado Federal;

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.** vol. 4, São Paulo: Saraiva, 2002;

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**, vol 4, 2ª ed. São Paulo: Saraiva. 2003;

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial.** São Paulo: Saraiva, 2010;

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

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial**. 17ª ed., São Paulo: Saraiva, 2006;

COMPARATO, Fábio Konder. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1.976;

EIZIRIK, Nelson. **Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhia Aberta**. Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. Organizador: Jairo Saddi. São Paulo: IOB, 2002;

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar. 2005;

EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais** Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008;

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011;

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** pressupostos, elaboração, aplicação. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996;

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Acordo de comando e poder compartilhado**, *in* "Pareceres", v. 2, São Paulo: Singular, 2004;

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