

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS FACULDADE DE DIREITO

MUDANÇAS NA COMPOSIÇÃO DO GRUPO DE CONTROLE DE COMPANHIA  
ABERTA E A OBRIGATORIEDADE DE REALIZAÇÃO DE OFERTA PÚBLICA  
DE AÇÕES DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE

NATHALIA RODRIGUES VIANA RABELLO ARAUJO

Rio de Janeiro,  
2019/2º Semestre

NATHALIA RODRIGUES VIANA RABELLO ARAUJO

MUDANÇAS NA COMPOSIÇÃO DO GRUPO DE CONTROLE DE COMPANHIA  
ABERTA E A OBRIGATORIEDADE DE REALIZAÇÃO DE OFERTA PÚBLICA  
DE AÇÕES POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE

Monografia elaborada no âmbito da graduação em  
Direito da Universidade Federal do Rio de  
Janeiro, como pré-requisito parcial para obtenção  
do grau de bacharel em Direito, sob a orientação  
do Professor Dr. Enzo Baiocchi.

Rio de Janeiro,  
2019/2º  
Semestre

R658m

Rodrigues Viana Rabello Araujo, Nathalia  
Mudanças na composição do grupo de controle de  
companhia aberta e a obrigatoriedade de realização  
de oferta pública de ações por alienação de controle  
/ Nathalia Rodrigues Viana Rabello Araujo. -- Rio  
de Janeiro, 2019.  
70 f.

Orientador: Enzo Baiocchi.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade  
Naciona de Direito, Bacharel em Direito, 2019.

1. Direito Societário. 2. Poder de Controle. 3.  
Alienação de Controle. 4. Oferta Pública. I.  
Baiocchi, Enzo , orient. II. Título.



**NATHALIA RODRIGUES VIANA RABELLO ARAUJO**

**MUDANÇAS NA COMPOSIÇÃO DO GRUPO DE CONTROLE DE COMPANHIA  
ABERTA E A OBRIGATORIEDADE DE REALIZAÇÃO DE OFERTA PÚBLICA DE  
AÇÕES POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE**

Monografia elaborada no âmbito da graduação em  
Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro,  
como pré-requisito parcial para obtenção do grau de  
bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr.  
Enzo Baiocchi.

Data da Aprovação: \_\_/\_\_/\_\_\_\_.

Banca Examinadora:

\_\_\_\_\_

Professor Dr. Enzo Baiocchi

Orientador

\_\_\_\_\_

Membro da Banca

\_\_\_\_\_

Membro da Banca

## AGRADECIMENTOS

A elaboração do presente trabalho representa o fim do ciclo que, por tantos anos, eu sonhei. Ao olhar para trás e relembrar todos os caminhos que eu percorri até chegar aqui, o sentimento que reside em mim é gratidão.

Eu nunca fui uma pessoa de poucas palavras e, agora, não poderia ser diferente. Também acredito que ninguém vence sozinho. Assim, algumas pessoas merecem o meu mais sincero agradecimento.

A começar pelo Instituto Social São José, sem dúvidas um dos meus lugares preferidos no mundo. Apesar de as paredes e corredores não terem mais as mesmas cores, as lembranças sempre estarão guardadas no meu coração. A escola que sem dúvida preparou todos seus alunos para vida. A escola que foi além a qualquer conteúdo e ensinou valores, ensinou sobre humildade, respeito, empatia e o verdadeiro sentido da amizade. Amizade que tive a sorte de construir ao longo dos anos; amizade sincera, que quer o bem do outro, não importando o momento ou o local. Por isso, dedico esse trabalho aos meus melhores amigos da vida, em especial, a Ana Paula, Duda, Giulia, Juliana, Leticia Blanc, Leticia Ferreira, Guilherme, Lucas, Miguel, Pedro Henrique e Raphael.

Ao PRW, em nome do PR, por ter me ensinado uma das coisas mais importantes: a disciplina de estudo.

À Faculdade Nacional de Direito, por ter sido palco da realização desse sonho nos últimos cinco anos. Por fazer qualquer um a sair da bolha, a viver o diferente e aprender o direito na forma mais humana possível. Com todos os seus defeitos, encerro esse ciclo com a certeza de que não poderia ter sido em qualquer outra faculdade. Agradeço também aos amigos que fiz na Faculdade Nacional de Direito, por terem tornado a jornada inesquecível, em especial, a Daniela, David, Rayssa e Maria Clara.

À Equipe de Arbitragem CAMARB/2018, pela experiência acadêmica mais incrível que eu tive durante esses cinco anos. Por ter me feito ir além de qualquer limite e, também, por ter me dado, em meio a madrugadas rodeadas de pizza e painéis, amigos especiais. Obrigada, Carol, Isa, Laura, Leo, Marcelle, Rod e Tarcísio.

Ao Prof. Enzo por ter me dado a chance, na qualidade de sua monitora, de desfrutar um pouco da docência.

Ao Ricardo, pela mentoria e auxílio na elaboração deste trabalho.

Ao Alexandre, pelo carinho, suporte e parceria.

Por último, mas não menos importante, agradeço à minha família, por ser minha base e aconchego. Por terem acreditado mais do que eu, por terem me dito ‘não’, quando eu precisava ouvir. À minha mãe, pelo exemplo de mulher forte, à minha irmã, pelo companheirismo, ao meu tio, pelo cuidado, à minha dinda, por exercer com louvor o seu papel de segunda mãe, à minha avó, por rezar todos os dias por mim e ao meu avô, grande amor da minha vida e fonte de inspiração para toda a família.

Obrigada, Deus, você tem sido muito bom comigo.

## RESUMO

O presente trabalho tem por objeto o estudo da aplicação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76, que obriga a realização de oferta pública por alienação de controle, em situações em que determinada companhia seja controlada por um grupo de acionistas vinculados. O trabalho teve como motivação a redação redundante do artigo 254-A que gera, conseqüentemente, insegurança jurídica quanto à sua aplicação, bem como a divergência doutrinária sobre a aplicação do artigo 254-A nas hipóteses que envolvam a alienação de apenas parte das ações do bloco de controle. Nesse sentido, o presente trabalho perpassa pelo conceito de acionista controlador e por suas espécies. Devido ao escopo deste trabalho, o conceito de controle conjunto é aprofundado, de modo que se buscará sugerir que o grupo controlador deve ser analisado sob a sua perspectiva externa, em razão de sua unidade e coesão, desconsiderando eventuais discrepâncias internas quanto a questões contratuais e de participações societárias. A partir desse conceito, será analisado o histórico de concentração acionária no mercado de valores mobiliários brasileiro, contextualizando, assim, a elaboração da redação original da Lei nº 6.404/76 e, conseqüentemente, da norma que dispunha sobre a obrigação de realização da oferta pública. Por fim, será analisado, de forma crítica, a redação do artigo 254-A, principalmente a luz do conceito de controle conjunto, de modo a se buscar uma solução que garanta maior segurança jurídica aos participantes do mercado de valores mobiliários, sem criar obrigações pecuniárias economicamente desproporcionais.

Palavras-chave: Direito Societário; Poder de Controle; Acionista Controlador; Controle Conjunto; Grupo de Controle; Oferta Pública por Alienação de Controle.



## **ABSTRACT**

The purpose of this paper is to analyze the application of Article 254-A of Law n° 6.404/76, which requires the buyer of the control block shares to hold a public offer for disposal of control, in situations in which a company is controlled by a group of related shareholders. This paper was motivated by the redundant wording of article 254-A, which consequently generates legal uncertainty as to its application, as well as the doctrinal divergence regarding the application of article 254-A in the hypotheses involving the sale of only part of the control block shares of the company. In this sense, the present papers goes through the concept of controlling shareholder and its species. Due to the scope of this work, the concept of joint control is deepened, so it will be suggested that the controlling group should be analyzed from its external perspective, due to its unity and cohesion, disregarding any internal discrepancies regarding contractual issues of equity interests. From this concept, the history of stock concentration in the Brazilian securities market will be analyzed, contextualizing, thus, the preparation of the original wording of Law 6,404 / 76 and, consequently, of the rule that provided for the obligation to carry out the public offering. Finally, the wording of article 254-A will be critically analyzed, especially in the light of the concept of joint control, in order to seek a solution that ensures greater legal certainty for participants in the securities market, without creating obligations financially disproportionate.

**Key-Words:** Corporate Law; Power of Control; Controlling Shareholder; Joint Control; Control Group; Public Offer for Disposal of Control.

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>1. O CONTROLE ACIONÁRIO NA SOCIEDADE ANÔNIMA .....</b>	<b>3</b>
1.1. Notas gerais sobre o poder de controle .....	3
1.2. Formas de controle acionário .....	12
1.2.1. Poder De Controle Totalitário.....	12
1.2.2. Poder De Controle Majoritário .....	13
1.2.3. Poder De Controle Minoritário .....	14
1.2.4. Poder De Controle Gerencial.....	18
1.2.5. Poder De Controle Externo .....	19
1.2.6. Controle Conjunto .....	20
1.3. Ações do Bloco de Controle .....	26
<b>2. ALIENAÇÃO DE AÇÕES DO BLOCO DE CONTROLE: BREVES NOTAS SOBRE A SUA CONCEITUAÇÃO .....</b>	<b>31</b>
2.1. Mercado de capitais brasileiro – concentração de capital .....	31
2.2. Breve histórico normativo de alienação de controle .....	35
2.3. Conceito de alienação de controle .....	39
<b>3. DESAFIOS NA APLICAÇÃO DO ART. 254-A NO CASO DE MUDANÇAS NO BLOCO DE CONTROLE DE COMPANHIAS ABERTAS COM CONTROLE CONJUNTO.....</b>	<b>44</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>56</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>59</b>

## INTRODUÇÃO

A oferta pública de ações por alienação de controle é uma oferta obrigatória, realizada como condição de eficácia do negócio jurídico de alienação de ações do bloco de controle de companhia aberta, de modo a garantir ao acionista minoritário o direito de se retirar da companhia, mediante o pagamento mínimo 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle ou mediante o pagamento do mesmo valor pago pela ação vinculada ao bloco de controle, conforme o caso.

Isto é, trata-se de um direito do acionista minoritário titular de ação com direito de voto, também conhecido como *tag along right*, que não deseja mais permanecer na companhia com o ingresso do novo controlador. Ressalta-se que é facultado ao adquirente do bloco de controle, em alternativa à saída dos acionistas minoritários da companhia por meio da oferta pública, o pagamento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago pelas ações do bloco de controle, de modo que o acionista permaneça na companhia.

A oferta pública é disciplinada no art. 254-A, da Lei nº 6.404/76. A Comissão de Valores Mobiliários também regulou a oferta pública de ações por alienação de controle na Instrução Normativa CVM nº 361/2002, no art. 29 e seguintes. Ademais, no âmbito da B3 e da autorregulação, determinados regulamentos, a exemplo do Regulamento do Novo Mercado, também tratam sobre a oferta pública por alienação de controle.

O parágrafo primeiro do artigo 254-A dispõe que entende-se por 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.

Todavia, a redação do artigo 254-A é confusa, gerando dúvidas se determinadas hipóteses de alienação de ações caracterizam alienação de controle que desencadeia a obrigação de realizar a oferta pública, como nos casos em que a companhia é controlada por um bloco de controle formado por dois ou mais acionistas vinculados por acordo de acionistas.

Nesse sentido e tendo em vista (i) a necessidade de resguardar o direito do acionista

minoritário de se retirar da companhia e de participar da mais-valia gerada por meio da operação de alienação de controle; e (ii) o alto custo para a realização da oferta pública por parte do adquirente, faz-se necessário o estabelecimento de critérios claros e objetivos que, uma vez cumpridos, resultarão na obrigação de realização da oferta pública por alienação de controle, resguardando, portanto, a segurança jurídica tanto do adquirente das ações, quanto dos acionistas minoritários titulares de ação com direito a voto.

O objetivo do presente trabalho é realizar uma análise de como devem ser tratadas, a luz do art. 254-A da Lei nº 6.404/76, as alienações de ações integrantes do bloco de controle envolvendo companhias com controle conjunto. Para isso, inicialmente, será abordado o conceito de poder de controle, bem como suas espécies para, em seguida, realizar uma análise crítica da redação do art. 254-A em operações envolvendo apenas parte das ações integrantes do bloco de controle que resultem na alteração da composição do grupo de controle.

## 1. O CONTROLE ACIONÁRIO NA SOCIEDADE ANÔNIMA

O poder de controle é o poder de fato de seu titular dirigir as atividades da companhia, bem como de eleger a maioria dos administradores sem que detenha a totalidade das ações do capital social da companhia. Além do conceito de poder de controle ser de suma importância para identificar, bem como, eventualmente, responsabilizar o acionista controlador por eventuais abusos, este conceito também é relevante para aplicação da oferta pública por alienação de controle, conforme disposto no art. 254-A da Lei nº 6.404/76.

Com efeito, este capítulo terá por fim, em primeiro lugar, analisar o conceito de poder de controle, bem como fazer breves apontamentos sobre as espécies de controle. Tendo em vista o objeto do presente trabalho, será aprofundado apenas as seguintes formas de controle: controle majoritário, controle minoritário e controle conjunto.

### 1.1. Notas gerais sobre o poder de controle

O conceito de ‘poder de controle’ sofreu influência tanto da língua francesa quanto da língua inglesa. A expressão ‘poder de controle’ tem origem francesa que remonta ao século XIV.

Comparato<sup>1</sup> explica que, segundo o dicionário francês, existem três significados para ‘controle’,

quais sejam: (i) relação nominal das pessoas pertencentes a uma tropa; (ii) marca atestando o contraste de obras de ouro ou de prata; e (iii) verificação, sobretudo na linguagem administrativa.

Ao passo que, na língua inglesa, a ideia central da expressão ‘controle’ corresponde à ideia de poder ou dominação. Ainda segundo as lições de Comparato<sup>2</sup>, a expressão ‘*to control*’ pode significar, portanto: (i) *parental control*, para indicar o pátrio poder; (ii) *man’s increasing control over nature*, para dominação do homem sobre a natureza; (iii) *self control*, o poder do homem sobre si mesmo.

A referida expressão na língua portuguesa sofreu maiores influências da língua inglesa do que francesa, de modo que além do significado de verificação e fiscalização, possui também, o

---

<sup>1</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, Rio de Janeiro, 2014. p. 24.

<sup>2</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, Rio de Janeiro, 2014. p. 24-25.

significado de dominação<sup>3</sup>.

Ao contrário dos direitos patrimoniais, o poder de controle não é divisível de modo que possa ser exercido por todos e, por isso, há o importante processo para definir quem deverá exercê-lo<sup>4</sup>.

A sociedade anônima foi criada para permitir que um conglomerado de capitais e acionistas pudessem financiar determinado fim em comum. Seria não apenas irrazoável, como também morosa a ideia de que as decisões na sociedade anônima deveriam ser tomadas por unanimidade, isto é, por todos os titulares dos bens (ações). Surge, então, o conceito de princípio do majoritário, pelo qual a maioria deve decidir.

No âmbito da realidade das sociedades anônimas, o poder de controle está intrinsecamente ligado ao princípio do majoritário que se forma na assembleia geral, órgão soberano da companhia. O princípio majoritário está legitimado no próprio objetivo histórico da sociedade anônima, quando ocorre a multiplicação de acionistas que cindem com o direito de propriedade autonomizando a gestão<sup>5</sup>. O princípio do majoritário, então, seria a única solução razoável para a deliberação coletiva de uma pluralidade de acionistas. Neste sentido, cabe transcrever as lições de Lamy Filho e Bulhões de Pedreira:

“O princípio da decisão em assembleia geral pelo voto majoritário (única solução prática possível para a deliberação coletiva de mais de uma dúzia de pessoas) contribuiu para que alguns teóricos, mais interessados nos aspectos estéticos das construções ideais do que na realidade do funcionamento da economia, pretendessem construir, a partir de comparações com a sociedade política um modelo utópico de sociedade anônima, estranho ao esquema legal criado por empresários e pelo mercado, com base na experiência. Extrapolam para a sociedade anônima os princípios políticos do sufrágio universal e da igualdade de todos perante a lei – que nada têm a ver com o voto do acionista e os direitos e garantias que lhe devem ser assegurados. O investidor ingressa na companhia que escolhe, dela sai quando quer ou pode, visa ao lucro, e compra e vende ações – isto é, votos – sem restrições, a não ser as do mercado. Uma assembleia geral – repita-se o que disse alhures – é uma reunião de “sacos de dinheiro que votam” e

---

<sup>3</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, Rio de Janeiro, 2014. p. 25.

<sup>4</sup> Conforme as lições de LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, “Diferentemente dos direitos patrimoniais, o poder, por natureza, não é divisível para ser exercido por todos, e sua democratização não é questão de repartição, mas de processo de escolha de quem o exerce.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p.203)

<sup>5</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 423.

não uma festa cívica.”<sup>6</sup>

Por outro lado, Comparato, com base em Kelsen<sup>7</sup>, observou que o ordenamento jurídico deve estar de acordo com o interesse da maioria, nesse sentido, *mutatis mutandis*, definido o objeto social da companhia e com base na presunção de que os acionistas agem pautados pelo interesse social, a maioria seria legítima para decidir a vida da companhia. Em outras palavras, o grupo de acionistas que possuiria a maioria das ações votantes seria detentor, por consequência, do direito de exercer a administração da companhia nos limites de seu objeto social. Nesse sentido, dispõe Comparato fazendo referência aos ensinamentos de Kelsen:

“A ideia que está na base do princípio majoritário, observou Kelsen, é a de que o ordenamento social deve estar de acordo com o maior número possível de sujeitos, e em desacordo com o menor número possível. Significa isso constranger a minoria e desprezar os seus interesses? Evidentemente não, desde que a minoria aceite essa regra fundamental do jogo. O princípio majoritário, afinal, pressupõe necessariamente a unanimidade, pelo menos uma vez, no momento de constituição da sociedade, como postulado da razão social.”

Dessa forma, considerando o princípio do majoritário, o acionista que detiver a maioria das ações votantes da companhia, terá, por consequência, o poder de dirigir as atividades da companhia. Esta seria a regra do jogo pela qual os acionistas minoritários estariam submetidos quando do investimento no mercado de valores mobiliários.

O poder de controle é, em verdade, a face dinâmica da propriedade, visto que é o direito de dispor de bens alheios sem deter a sua propriedade<sup>8</sup>. Isto é, a vontade do acionista que detiver a maioria das ações com poder de voto (acionista controlador) irá se sobrepor frente aos acionistas minoritários, que, por sua vez, em que pese serem detentores dos bens (ações), estes serão gerenciadas pelo acionista controlador.

Na economia moderna, portanto, conforme as lições dos autores da Lei das S.A., Lamy Filho e Bulhões Pedreira, o interesse foi direcionado para quem exerce o controle da riqueza e não para quem é o titular da riqueza<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 193.

<sup>7</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, Rio de Janeiro, 2014. p. 51-52.

<sup>8</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 423.

<sup>9</sup> Nesse sentido, destaca-se: “O controle se apresenta, pois, como a face dinâmica da propriedade, e aparece sempre

Nesse sentido, Ascarelli, definiu controle como “a possibilidade de uma ou mais pessoas imporem a sua decisão à assembleia da sociedade”<sup>10</sup>. A lição de Ascarelli é elucidativa e permanece atual, visto que ela não faz relação entre controle e maioria das ações com direito a voto. Isso porque, o exercício do poder de controle nem sempre estará ligado ao titular da maioria das ações, mas sim à relação fática de comando da companhia.

Da mesma forma que o poder de controle nem sempre estará vinculado ao titular da maioria votante, este nem sempre estará ligado com o titular da propriedade das ações. O caso que elucida esta premissa é o clássico caso doutrinário da viúva que herda a maioria das ações votantes de uma companhia, mas que deixa a administração da companhia a cargo de seus órgãos sociais. Seria ela a detentora do poder de controle? Ou caberia à administração o poder de controle?

Com base em hipóteses similares foi que Berle e Means<sup>11</sup> dissociaram a ideia do controle da titularidade ou posse das ações. Para os autores, a propriedade do bem (ações) não significa o exercício do controle sobre este, da mesma forma que o exercício do controle do bem (ações) não significa propriedade destes. Para eles, com base na realidade norte-americana, considerando que os administradores são os responsáveis por exercer as atividades da companhia, na prática, o controlador seria quem possui o poder de eleger os administradores, ou ao menos sua maioria, seja por ser titular das ações com direito a voto que lhe garantem tal direito, ou seja por meio de um instrumento legal ou até mesmo por exercer influência direta na escolha<sup>12</sup>.

---

que existe um patrimônio cujo titular se encontra na impossibilidade física de geri-lo – como ocorreu em toda pessoa jurídica: daí entender-se o controle como o direito de dispor de bens alheios como se fosse seu proprietário. É o fenômeno fundamental da economia moderna, menos interessada no titular da riqueza do que na disciplina de quem controla.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 423.)

<sup>10</sup> “De qualquer modo, a definição do poder de comando é sempre feita em função da assembleia-geral, que constitui a última instância societária. Eis porque Ascarelli o definiu, sinteticamente, como ‘a possibilidade de uma ou mais pessoas imporem a sua decisão à assembleia da sociedade’.” (COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, Rio de Janeiro, 2014. p. 33-34.)

<sup>11</sup> “Under the corporate system, control over industrial wealth can be and is being exercised with a minimum of ownership interest. Conceivably it can be exercised without any such interest. Ownership of wealth without appreciable control and control of wealth without appreciable ownership appear to be the logical outcome of corporate development. This separation of function forces us to recognize “control” as something apart from ownership on the one hand and from management on the other.” (BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick and London. Transaction Publishers, 2005. p. 66.)

<sup>12</sup> “Since direction over the activities of a corporation is exercised through the board of directors, we may say for practical purposes that control lies the hands of the individual or group who have the actual power to select the board of directors (or its majority), either by mobilizing the legal right to choose them – controlling a majority of the votes directly or through some legal device – or by exerting pressure which influences their choice.” (BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick and London. Transaction Publishers, 2005.p. 66.) “In most cases, however, if one can determine who does actually have the power to select the



Dessa forma, quem investe em uma companhia entrega sua riqueza para que aqueles que estejam no controle da companhia a administrem. Nesse sentido, cabe transcrever trecho das clássicas lições de Berle e Means:

“The property owner who invests in a modern corporation so far surrenders his wealth to those in control of the corporation that he has exchanged the position of independent owner for one in which he may become merely recipient of the wages of capital.”<sup>13</sup>

Respalado nos ensinamentos de Berle e Means, Comparato definiu de forma precisa o poder de controle:

“O controle é, pois, o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. Controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica.”<sup>14</sup>

Os autores da Lei nº 6.404/76, Lamy Filho e Bulhões Pedreira, definiram poder de controle como:

“[o] poder político na companhia, que é detido pelo acionista (ou grupo de acionistas) titular de direitos de participação que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.”<sup>15</sup>

A sociedade anônima é estruturada de forma orgânica, sendo *presentada*<sup>16</sup>, por seus órgãos sociais, quais sejam: (i) Assembleia Geral; (ii) Conselho de Administração<sup>17</sup>; (iii) Diretoria; (iv) Conselho Fiscal; e (v) eventuais comitês ou órgãos criados no estatuto social da companhia. Dos

---

director, one has located the group of the individuals who for practical purposes may be regarded as “the control.” (BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick and London. Transaction Publishers, 2005.p. 67.)

<sup>13</sup> BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick and London. Transaction Publishers, 2005.p. 5

<sup>14</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, Rio de Janeiro, 2014. p. 104.

<sup>15</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2., p. 616.

<sup>16</sup> “O órgão não representa; apresenta, pois é órgão.” (MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado*. 2.ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, v.1., p. 283.)

<sup>17</sup> Ressalta-se que o Conselho de Administração só é obrigatório nas companhias que possuem capital autorizado, nas companhias aberta e nas companhias de economia mista, nos termos do art. 138 §2º, e 239, ambos da Lei das S.A..

órgãos da companhia, a Assembleia Geral é o órgão soberano pelo qual os acionistas manifestam suas vontades quanto a todos os negócios relativos ao objeto social da companhia, bem como tomam as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento<sup>18</sup>.

A soberania da Assembleia Geral transcende para os demais órgãos, visto que é também na Assembleia Geral que são eleitos os administradores com base na vontade do acionista ou grupo de acionistas que possuir a maioria das ações com direito a voto<sup>19</sup>.

Diante disso, pode-se concluir que o poder de controle é exteriorizado nas Assembleias Gerais, sendo o poder de controle, o poder de eleger a maioria dos administradores e de determinar as ações da companhia<sup>20</sup>.

O acionista controlador, portanto, seria aquele que exerce o poder de controle da companhia. A figura do acionista controlador é de suma importância, principalmente na fase de constituição da companhia, devido ao seu papel de empresário-empendedor<sup>21</sup>. O funcionamento do capitalismo e da iniciativa privada depende da iniciativa do empresário-empendedor de alocar parte do seu capital a risco em um novo empreendimento e, com isso, desenvolver atividades econômicas com o fim de obter lucro.

Ademais, a estabilidade proporcionada pela figura do acionista controlador é fundamental para a companhia, principalmente nas fases embrionárias. Constantes trocas da figura que caracteriza a maioria em assembleia, bem como a recorrente alteração dos administradores iriam transformar a ‘empresa de todos’ na ‘empresa de ninguém’.<sup>22</sup>

A criação da definição de acionista controlador na Lei nº 6.404/76 se justificou diante da identificação da prevalência permanente e da influência significativa de determinados acionistas

---

<sup>18</sup> Artigo 121, da Lei das S.A..

<sup>19</sup> “A influência dominante exercida na Assembleia geral tende a se exteriorizar para os demais órgãos sociais, nos quais o poder de controle suscitará que o maior número de cargos nos órgãos de administração e fiscalização sejam ocupados por profissionais eleitos por indicação daqueles acionistas que detenham participação acionária mais relevante na companhia.” (DO NASCIMENTO, João Pedro Barroso. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle nas Companhias*. 2.ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 43)

<sup>20</sup> “O controle, em resumo, é o poder de dominação da empresa, de eleger os ocupantes dos órgãos da administração, e determinar a ação da sociedade. Manifesta-se na assembleia geral, que é o órgão soberano da sociedade, e não constitui um direito de determinado acionista, pois todas as ações conferem iguais direitos aos seus detentores: é, assim, uma situação de fato, decorrente da formação, ou dissolução, de um bloco de ações detidas pela mesma pessoa, física ou jurídica (ou conjunto de pessoas) que, por esse fato, tem assegurada a preponderância de sua vontade nas deliberações da assembleia geral.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 423.)

<sup>21</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 193.

<sup>22</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 193.

na tomada de decisão de assuntos da companhia, bem como diante do cenário brasileiro de poucas, ou quase nenhuma, macroempresas institucionalizadas<sup>23</sup>.

Dessa forma, o objetivo do legislador foi de criar um sistema de responsabilização à figura do acionista controlador (empresário-empendedor) que pudesse proporcionar, em contrapartida, liberdade para que este pudesse organizar a companhia<sup>24</sup>.

Nesse sentido, o caput do artigo 116, da Lei das S.A. define como acionista controlador:

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

A partir da leitura do referido dispositivo legal, para que determinado acionista seja considerado acionista controlador será necessário o cumprimento cumulativo dos seguintes requisitos: (i) predominância de votos na assembleia geral; (ii) eleição da maioria dos administradores; (iii) permanência dessa predominância; e (iv) uso efetivo do poder de dominação.

O cumprimento desses requisitos significa que o legislador não determinou uma porcentagem mínima que o acionista deve ser titular para ser considerado acionista controlador<sup>25</sup>, todavia, o legislador optou por fazer uso da expressão ‘de modo permanente’ como requisito para configuração de acionista controlador.

Em suma, o legislador abarcou no conceito de acionista controlador a titularidade dos

---

<sup>23</sup> Segundo aponta Lamy Filho e Bulhões Pedreira, a macroempresa institucionalizada é aquela que atinge tamanha dimensão de dispersão e pulverização no mercado que a figura do acionista controlador perde em espaço em favor do controle exercido pela administração da companhia. “A função do empresário-empendedor, de expandir a empresa, passa a ser exercida pela administração, para a qual o crescimento permanente da empresa é condição de sobrevivência, como ocorre em qualquer estrutura burocrática.” LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p.195

<sup>24</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p.195-196

<sup>25</sup> “Como se verifica, a identificação do acionista controlador pressupõe a presença cumulativa de três requisitos: a) predominância de votos nas assembleias gerais, com a eleição da maioria dos administradores; b) a permanência dessa predominância; e c) o uso efetivo do poder de dominação. A análise dos requisitos constantes do artigo 116 da Lei das S.A. denota claramente que o legislador optou por não exigir a propriedade de percentual mínimo de ações votantes para caracterizar a figura do acionista controlador.” (EIZIRIK, Nelson. *Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 179.)

direitos de sócios<sup>26</sup> que lhe garante prevalecer nas assembleias, de modo permanente, bem como requereu que houvesse, por parte de seu titular, o efetivo exercício de tal poder. Isto significa que a Lei nº 6.404/76 não determinou número de ações necessárias para que determinado acionista seja considerado acionista controlador, ou seja, o legislador não limitou o conceito de acionista controlador para a figura do controlador majoritário, isto é, aquele que detém a maioria das ações com direito a voto. Logo, conclui-se que estaria incluído no texto legal a hipótese do controle minoritário.

Todavia, para que o acionista, titular de menos da metade do capital social votante, seja considerado acionista controlador, este deverá preponderar de forma regular ou permanente, descartando-se as hipóteses eventuais ou pontuais em que tal acionista foi considerado maioria em assembleia geral<sup>27</sup>. Até porque, não faria qualquer sentido que fosse atribuído os deveres e responsabilidades ao acionista que preponderou em apenas uma assembleia geral da companhia.

Da mesma forma, a própria redação do artigo 116 *caput* nos permite concluir que a definição do acionista controlador depende muito mais de uma questão de fato do que uma questão de direito. No exemplo dado da viúva herdeira da maioria das ações com direito a voto, não há dúvidas de que ela possui a possibilidade de exercer, de forma plena e segura, o poder de controle da companhia. Todavia, justamente por optar por não exercê-lo, a mera titularidade da maioria das

---

<sup>26</sup> A Lei das S.A. faz menção a “direito de sócio”, logo, o usufrutuário – aquele que não detém a titularidade das ações, mas sim quem exerce os direitos e obrigações oriundas das ações – poderá ser considerado controlador e, consequentemente, responsabilizado, nos termos do artigo 117, da Lei das S.A.

<sup>27</sup> Nesse sentido, cabe transcrever as lições dos autores da Lei das S.A.: “O requisito de que os direitos de voto assegurem o poder ‘de modo permanente’ nas Assembleias Gerais exclui do conceito de acionista controlador os titulares de direito de voto que formam eventualmente a maioria nas deliberações de uma ou algumas reuniões da Assembleia Geral: o fato de diversos acionistas votarem no mesmo sentido na Assembleia Geral não configura, por si só, acionista controlador, pois permanente significa contínuo, ininterrupto ou constante. O controle é dito absoluto quando o acionista controlador possui a maioria absoluta (metade mais um) dos votos conferidos por todas as ações do capital social, e relativo quando o número de votos de que o acionista é titular, embora não assegure a maioria absoluta, é suficiente para garantir a maioria dos acionistas que comparecem às reuniões da Assembleia, uma vez que, em regra, nem todos participam das reuniões.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Órgãos Sociais*. In: *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, 593). Ainda neste tópico, transcreve-se as lições de Eduardo Munhoz: “A Lei das S.A. não conceituou o acionista controlador como aquele que é titular da maioria do capital votante. Definiu-o em função de uma situação de fato, qual seja, o poder de preponderar nas deliberações sociais e de eleger a maioria dos administradores. Cuidou, porém, de indicar que esse poder emerge da titularidade de direitos de sócio e, ainda, que deve guardar característica de permanência ou, como prefere esta obra, de estabilidade. A expressão “de modo permanente”, constante dos arts. 116 e 243, §2º, indica que o poder de controle deve ser dotado de estabilidade, ou seja, basear-se em uma posição estrutural, de modo a não confundir-lo com situações conjunturais, esporádicas, fortuitas de prevalência em eventual deliberação da assembleia geral. Não se exige que o poder de controle seja eterno, incontrastável ou imune a qualquer ameaça. Nenhum poder social possui essas características. É, sim, requisito da definição o fato de o poder não ser conjuntural ou esporádico, caso em que de poder não se cuidaria. O poder exige estabilidade, mas não imutabilidade.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. P. 304-305)

ações com direito a voto, por si só, não lhe atribui os direitos e obrigações do acionista controlador.

Além do artigo 116, *caput*, o parágrafo 2º do artigo 243 da Lei nº 6.404/76<sup>28</sup>, que trata de sociedade controlada, adota conceito semelhante de ‘acionista controlador’. A diferença entre as duas redações reside no fato de que no artigo 116, *caput*, há o requisito do uso efetivo do poder de controle, ao passo que no parágrafo 2º, do artigo 243, há a presunção do uso deste poder de controle, sob pena de violação de seu objeto social<sup>29</sup>. Conforme lecionam Lamy Filho e Bulhões de Pedreira:

“Por essas normas legais [art. 118 e 243 parágrafo 2º], a caracterização do controle supõe a ocorrência cumulativa de três requisitos: a) maioria de votos nas assembleias gerais, com a eleição da maioria dos administradores; b) permanência dessa maioria; c) uso efetivo dessa dominação. (Este último requisito, esclareça-se, não está expresso no art. 243 da Lei, porque, como consta da Exposição Justificativa “o efetivo exercício do poder de dirigir as atividades das sociedades controladas... se presume nas relações intersocietárias”).”<sup>30</sup>

Assim, como mencionado, poder de controle trata-se de um poder de fato e não uma obrigação ou direito. A pessoa que for detentora da maioria das ações com direito de voto poderá, mas não terá a obrigação, exercer o poder de controle<sup>31</sup>. As ações de titularidade do acionista controlador não são diferentes das ações detidas pelo acionista minoritário. O que garante o exercício do poder de controle a determinado acionista é o fato de que este detém a titularidade de bloco de ações que, visto sob seu aspecto conjunto, proporciona o exercício do poder de controle.

Isso significa que o acionista controlador não é sujeito ativo do poder de controle, este o terá enquanto for titular da maioria das ações que lhe garantam preponderar nas assembleias da companhia, bem como exerça, efetivamente, o seu direito de voto nas assembleias.

---

<sup>28</sup> “§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.”

<sup>29</sup> “A *ratio legis* dessa diferença é que a sociedade controladora, como pessoa jurídica, ao ser titular de direitos de sócio que lhe conferem preponderância nas deliberações e o poder de eleger a maioria dos administradores não pode deixar de exercer essa prerrogativa, sob pena de violação ao seu objeto social. Se a participação em outras sociedades integra o objeto social da sociedade, esta tem o dever de atuar no sentido de sua consecução.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 304)

<sup>30</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 425.

<sup>31</sup> Nesse sentido, leciona Eizirik: “O controle da sociedade anônima constitui um poder de fato, não 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 obter a maioria nas deliberações assembleares.” EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v.2., p. 226.

## 1.2. Formas de controle acionário

A partir do conceito de poder de controle, Berle e Means firmaram entendimento no sentido de que existe quatro espécies de poder de controle interno, quais sejam: (i) controle totalitário – *control thorough almost complete ownership*; (ii) controle majoritário – *majority control*; (iii) controle minoritário – *minority control*; (iv) controle gerencial – *management control*; (v) controle por meio de um instrumento legal – *control through a legal device without majority ownership*<sup>32</sup>.

Nesse sentido, tendo em vista o escopo do presente trabalho, será desenvolvido os conceitos de controle majoritário, controle minoritário e controle conjunto, bem como será pontuado os conceitos de controle totalitário, controle gerencial e controle externo. Por fim, será analisado o conceito de ações do bloco de controle.

### 1.2.1. Poder De Controle Totalitário

O poder de controle totalitário é aquele pelo qual o acionista ou bloco de acionistas detém a totalidade ou quase totalidade das ações com direito de voto. Normalmente essa espécie de controle é vista em companhias fechadas, onde normalmente há relevante concentração acionária.

Como mencionado, a Lei nº 6.404/76 consagra o princípio do majoritário em suas deliberações o que significa que o titular do controle quase totalitário consegue, em sua individualidade, via de regra, aprovar as deliberações submetidas à assembleia geral.

Dessa forma, como é o próprio acionista detentor da quase totalidade das ações com direito de voto quem, via de regra, toma as decisões finais da companhia, esta seria a situação mais próxima em que a propriedade está intrinsecamente relacionada com o controle<sup>33</sup>.

Contudo, cabe ressaltar que a própria Lei nº 6.404/76 prevê que determinadas matérias dependem da aprovação da unanimidade dos acionistas, quais sejam: (i) a alteração do projeto do estatuto social durante a fase constitutiva da sociedade (artigo 87, §2º, da Lei nº 6.404/76); (ii)

---

<sup>32</sup> “Five major types can be distinguished, though no sharp dividing line separates type from type. These includes (1) control through almost complete ownership, (2) majority control, (3) control through a legal device without majority ownership, (4) minority control, and (5) management control.” (BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick and London. Transaction Publishers, 2005.p. 67)

<sup>33</sup> “The first of these [control through almost complete ownership] is found in what be properly called the private corporation, in which a single individual or small group of associates own all or practically all the outstanding stock. They are presumably in a position of control not only having the legal powers of ownership, but also being in a position to make use of them and, in particular being in a position to elect and dominate the management. In such an enterprise, ownership and control are combined in the same hands.” (BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick and London. Transaction Publishers, 2005.p. 67.)

transformação, salvo se prevista no Estatuto Social da companhia (artigo 221, da Lei nº 6.404/76); (iii) a cisão parcial desproporcional (artigo 229, §5º, da Lei nº 6.404/76); (iv) o pagamento de participação aos administradores (artigo 294, §2º da Lei nº 6.404/76); (v) a mudança de nacionalidade (artigo 1.127, Código Civil).

Nessas matérias que necessitam de unanimidade, o titular do controle quase totalitário não conseguirá aprová-las sozinho<sup>34</sup>, o que não significa, de outro lado, que este não possa exercer o poder de controle da companhia.

A figura da subsidiária integral é a que melhor ilustra o controle totalitário. A subsidiária integral é a exceção à regra de pluralidade de acionistas e ocorre quando uma companhia, aberta ou fechada, constitui uma nova companhia, da qual será detentora da totalidade das ações do capital social da recém constituída.

Nesta hipótese, a controladora da subsidiária integral é sua única acionista e, portanto, quem dirige as atividades da companhia e elege a maioria de seus administradores.

### **1.2.2. Poder De Controle Majoritário**

O controle majoritário está configurado quando um acionista, ou conjunto de acionistas, possui a maioria das ações votantes de uma companhia e, assim, consegue fazer prevalecer suas opiniões e vontades na assembleia geral.

O controle majoritário, em conjunto com o controle totalitário, garante estabilidade e segurança, diferente de outras espécies de controle, a exemplo do controle minoritário e do gerencial que dependem de questões factuais para se manterem no poder.

Conforme os ensinamentos de Berle e Means<sup>35</sup>, o controle majoritário seria o primeiro passo na separação da propriedade e do controle. Neste caso, os acionistas minoritários, apesar de serem titulares das ações, isto é, apesar de terem a propriedade do bem, deixam que terceiros (controlador e/ou os administradores indicados pelo controlador) façam a gestão deste bem.

A princípio, esta distinção não teria problemas, visto que há a criação de uma relação fiduciária entre os acionistas minoritários e o acionista controlador. O problema surge quando os

---

<sup>34</sup> DO NASCIMENTO, João Pedro Barroso. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle nas Companhias*. 2.ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 50.

<sup>35</sup> BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick and London. Transaction Publishers, 2005.p. 67-68.

interesses dos acionistas minoritários se contrapõem aos interesses do controlador. Nesse caso, o acionista minoritário poderá sofrer prejuízos caso a lei não for eficaz o suficiente para protegê-los. Entretanto, este é um risco que o acionista minoritário, ao investir em determinada companhia que possui controle majoritário, deverá estar disposto a correr.

Nesse sentido, cabe elucidar os ensinamentos de Berle e Means:

“So far as such interests of the minority are concerned, this loss of control is not serious. Only when the interests of majority and minority are in a measure opposed and the interests of the latter are not protected by enforceable law are the minority holders likely to suffer. This, however, is a risk which the minority must run; and since it is inevitable counterpart of group enterprise, the problems growing out of it, though they may be most acute in isolated cases, have not taken on major social significance.”<sup>36</sup>

Assim como o controle totalitário, o controle majoritário é estável e regular, sendo o seu titular o responsável por ditar os rumos da companhia. A ideia de que a vontade do acionista (ou grupo de acionistas) detentor da maioria das ações com direito de voto deverá prevalecer nas assembleias, em detrimento da vontade dos demais acionistas, faz sentido quando se leva em consideração que aquele acionista, em contrapartida ao exercício do poder de controle, é o acionista mais suscetível a perdas patrimoniais caso sua gestão ou administração não seja eficaz. Esse cenário econômico pode ser fundamental para análise de que o acionista controlador é um dos maiores, senão o maior, interessado na lucratividade e no sucesso da companhia investida.

Conclui-se, portanto, que a existência de acionista controlador majoritário poderá ocasionar prejuízo aos acionistas na hipótese em que os interesses entre estes não estejam alinhados. Não obstante, a Lei nº 6.404/76 criou deveres e responsabilidades ao acionista controlador com o fim de obrigar a gerir a companhia com base no interesse social, sendo passível de responsabilização pessoal, caso usufrua de tal poder de controle para agir em benefício próprio ou de terceiros em dissonância ao interesse social.

### **1.2.3. Poder De Controle Minoritário**

O controle minoritário é característico de companhias que possuem capital pulverizado, como pode ser observado em mercados de valores mobiliários extremamente desenvolvidos a

---

<sup>36</sup> BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick and London. Transaction Publishers, 2005.p. 68.



exemplo dos EUA. Nesse caso, o acionista ou grupo de acionista, diante da alta pulverização do capital social da companhia e do alto absenteísmo dos acionistas, consegue preponderar nas assembleias gerais da companhia independente de não possuir a maioria das ações com direito a voto.

Todavia, tal controle pode ser considerado precário ou não absoluto, visto que a qualquer tempo, pode outro acionista ou grupo de acionistas formar nova maioria das ações com direito a voto e, assim, desestabilizar o *status* de acionista controlador.

No caso de companhias com controle minoritário, ao contrário do que ocorre com companhias com concentração acionária, a aquisição de controle será mais bem-sucedida caso seja realizada por meio de oferta pública para aquisição de controle. Neste caso, caberá a todos os acionistas decidirem quanto ao sucesso ou não da aquisição do controle, ao passo que em companhias com concentração acionária, tal decisão caberá tão somente ao próprio acionista controlador, visto que o lançamento de oferta pública para aquisição de controle seria inviável.

Aqui cabe uma observação quanto ao controle minoritário. Devido à instabilidade ou à precariedade do poder de controle minoritário, é que parte da doutrina entende não ser aplicável a realização de oferta pública por alienação de controle prevista no 254-A, no caso de alienação de controle minoritário. Conforme leciona Nelson Eizirik:

“Nas companhias sujeitas ao controle minoritário, não existe um ‘bloco de controle’, mas apenas um conjunto de ações com direito a voto que, ocasionalmente, permite ao seu titular – o acionista controlador – exercer as prerrogativas que identificam o poder de controle. Dessa forma, diante da inexistência de um bloco de controle, não há como ocorrer uma alienação de controle, apta a ensejar a aplicação da regra prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., em companhias sujeitas ao controle minoritário ou naquelas que não possuam controlador definido.”<sup>37</sup>

A obrigação de realização do disposto no artigo 254-A perde sentido quando há a possibilidade de que, em momento posterior, possa surgir novo acionista controlador, seja por meio de celebração de acordo de acionista que forme novo bloco (sem que haja a vinculação dos antigos controladores minoritários), seja por meio do sucesso de uma oferta de aquisição de controle.

Não obstante, apesar de acreditar não ser mandatória a realização de oferta pública por alienação de controle em hipóteses envolvendo o controle minoritário, isto não significa,

---

<sup>37</sup> EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário – estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 420.

igualmente, que tal acionista não possa ser enquadrado como ‘acionista controlador’, sujeito aos direitos e responsabilidades oriundas do poder de controle, positivado no art. 117, da Lei das S.A. Cabe destacar que a inclusão da expressão ‘de modo permanente’ significa tão somente, segundo os autores da Lei nº 6.404/76, que a preponderância exigida em assembleias para ensejar a caracterização de acionista controlador, deve-se dar de forma regular e com certa estabilidade.

Assim, caso determinado acionista (ou grupo de acionistas) consiga impor sua vontade em determinada assembleia isolada, isto, por si só não o caracterizará como acionista controlador e, por essa razão, não poderão lhe ser impostos o disposto no art. 117 da Lei das S.A.

Em situação diversa, principalmente em cenários de companhias com controle pulverizado, é possível a verificação de um acionista (ou grupo de acionistas) que consiga impor, de forma regular, sua vontade nas assembleias gerais da companhia, mesmo não sendo titular da maioria votante do capital social. Neste caso, não há dúvidas de que tal titular poderá ser considerado acionista controlador<sup>38</sup>, inclusive para fins de responsabilização, visto que não é necessário que haja imutabilidade na situação de fato de controle, mas tão somente sua estabilidade<sup>39</sup>.

O problema reside na falta de critério objetivo do que poderia corresponder a expressão ‘de modo permanente’. A antiga Resolução nº 401/76 do CMN determinava que a permanência estaria comprovada quando o mesmo acionista preponderasse nas assembleias dos 3 (três) últimos exercícios sociais. Apesar da revogação da instrução, tal critério foi utilizado no Regulamento de Listagem do Novo Mercado de 2006.

Ademais, ainda que o acionista minoritário consiga fazer com que sua vontade prepondere em determinadas assembleias gerais devido à dispersão do capital social, por outro lado, em outras deliberações, isto não será possível, devido ao quórum específico de maioria do capital social exigido em determinadas matérias, a exemplo das matérias elencadas no art. 136, da Lei das S.A.,

---

<sup>38</sup> Tal raciocínio pode ser amparado pelas lições de Eduardo Munhoz: “A expressão ‘de modo permanente’, constante dos arts. 116 e 243, §2º, indica que o poder de controle deve ser dotado de estabilidade, ou seja, basear-se em uma posição estrutural, de modo a não confundir-lo com situações conjunturais, esporádicas, fortuitas, de prevalência em eventual deliberação da assembleia-geral. Não se exige que o poder de controle seja eterno, incontrastável ou imune a qualquer ameaça. Nenhum poder social possui essas características. É, sim, requisito da definição o fato de o poder não ser conjuntural ou esporádico, caso em que de poder não se cuidaria. O poder exige estabilidade, mas não imutabilidade.” (MUNHOZ, Secchi Eduardo. *Da alienação à Aquisição de Controle: Uma nova interpretação para o art. 254-A da Lei das S/A*. In: *Temas de Direito Empresarial e outros Estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira Von Adamek (Coord.). São Paulo: Malheiros, 2014. p. 218.)

<sup>39</sup> Antigamente, a estabilidade era conceituada por meio da Resolução CMN nº 401 (revogada), de modo que poderia ser considerado acionista controlador minoritário aquele acionista (ou grupo de acionistas) que conseguisse assegurar, nas 3 (três) últimas assembleias, a maioria absoluta dos votos presentes.

ou também de outro quórum qualificado previsto no estatuto social da companhia, conforme aplicável. Ainda assim, isto não obsta a existência de acionista controlador titular de menos da metade das ações com direito de voto, bem como sua eventual responsabilização, nos termos da lei. Em sentido semelhante entende Comparato:

“A rigor, um controle minoritário bem estruturado, em companhia com grande pulverização acionária, pode atuar com a mesma eficiência que um controle majoritário. Mas a lei brasileira estabelece uma distinção importante, ao impor, para a aprovação de certas deliberações, o concurso do voto de metade, no mínimo, do capital com direito de voto.”<sup>40</sup>

Por outro lado, o ex-diretor da CVM, Pedro Oliveira Marcilio de Sousa, em voto proferido em 2006, firmou entendimento no sentido de que somente poderia ser considerado acionista controlador aquele que detivesse a maioria do capital social votante da companhia. Se assim não o fosse, não estaria sendo cumprido o requisito quanto à permanência exigida pela lei, conforme sua exposição:

“Outro ponto importante desse primeiro requisito é a necessidade de permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista titular de mais de 50% das ações, que seja omisso nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea *a* do art. 116, embora preencha a alínea *b*. Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115)”<sup>41</sup>

Apesar do referido Diretor ter adotado uma interpretação literal da Lei 6.404/76, tal interpretação é problemática, visto que não seria razoável concluir que somente haverá acionista controlador, quando determinado acionista (ou grupo de acionista) for detentor da maioria do

---

<sup>40</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, Rio de Janeiro, 2014. p. 57.

<sup>41</sup> Voto do relator Pedro Oliveira Marcilio de Sousa proferido em 11.04.2006, no Reg. Col. 4788/2005.

capital votante da companhia. Se essa fosse a intenção do legislador, este teria definido como acionista controlador aquele que é detentor da maioria das ações com poder de voto o que, conseqüentemente, excluiria a hipótese de controlador minoritário.

Caso o entendimento fosse este, aquele que preponderasse com regularidade nas assembleias de determinada companhia, sem que fosse detentor da maioria das ações com direito a voto, poderia vir a praticar abusos – que somente seriam possíveis em razão deste configurar como maioria presente na assembleia – frente ao mercado e aos demais acionistas sem que pudesse haver qualquer tipo de penalidade ou responsabilização.

A redação do caput do art. 116 da Lei nº 6.404/76 permite o enquadramento do acionista controlador minoritário. Logo, a aplicação das responsabilidades oriundas do exercício de tal poder de controle (dirigir as atividades da companhia e eleger a maioria dos administradores) não deveria ser inibida, em detrimento de todo o contexto fático de preponderância, tão somente por o acionista não ser titular da maioria das ações com direito de voto.

No limite, o mercado de valores mobiliários brasileiro poderia vir ser considerado um meio propício para prática de abusos de acionistas que exerçam, de fato, o poder de controle minoritário, pois estes não teriam quaisquer obrigações ou responsabilidades, o que acreditamos não ter sido a vontade do legislador.

#### **1.2.4. Poder De Controle Gerencial**

O poder de controle gerencial é aquele que não é pautado em participações acionárias, mas sim nas competências e prerrogativas dos cargos de administração da companhia. O conceito de controle gerencial, *management control*, para Berle e Means, faz sentido no âmbito das companhias norte-americanas, visto que naquelas há um alto nível de dispersão acionária, de modo que quem toma efetivamente as decisões importantes da companhia são os próprios administradores.

Os administradores, neste caso, em razão do absenteísmo acionário, se perpetuam no poder por meio de mecanismos de representação dos acionistas nas assembleias (*proxy machinery*)<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> Notícia Comparato que: “É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial de facto, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação. [...] A perpetuação dos administradores no poder é obtida, sobretudo, com a utilização de complexos mecanismos de representação de acionistas em assembleia (*proxy machinery*), explorando-se ao máximo o absenteísmo do corpo acionário.” (COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, Rio de Janeiro, 2014. p. 60.)

Nesta hipótese, haveria a figura da macroempresa institucionalizada, na qual a dispersão acionária é tão relevante que nenhuma acionista seria titular de participação suficiente para tomar qualquer decisão, cabendo tal poder à administração da companhia<sup>43</sup>.

Todavia, tal realidade não pode ser comparada à realidade brasileira. Nelson Eizirik, em artigo elaborado em 1987 com o fim de analisar a aplicabilidade do conceito de controle gerencial no Brasil, concluiu que “não existiria no Brasil, nenhum caso de empresa que possa ser classificada como controlada pela direção”<sup>44</sup>.

Por outro lado, Rodrigo Monteiro de Castro<sup>45</sup> entende que tal fenômeno poderá a vir ocorrer no Brasil diante da tendência de dispersão acionária.

### 1.2.5. Poder De Controle Externo

Por fim, a modalidade de controle externo é aquela que não possui qualquer relação com a propriedade dos bens (ações), visto que o controle externo não decorre do direito de voto, mas de fatores alheios a propriedade de ações e do poder de voto, como por exemplo, diante de relações contratuais<sup>46</sup>.

O poder de controle é externo aos órgãos da companhia. Comparato<sup>47</sup> elucida a hipótese de endividamento da companhia em que se é contratado com o credor eventuais vetos em deliberações envolvendo a companhia. Neste caso, caberia ao credor o exercício do poder de controle diante da situação fática de dificuldade econômica e de eventuais acordos celebrados com seu credor.

Todavia, tal modalidade se dá apenas no contexto fático, visto que segundo boa parte da doutrina, como Eizirik<sup>48</sup> e Lamy Filho e Bulhões Pedreira<sup>49</sup>, não há qualquer disposição na Lei das S.A. acerca do controle externo.

---

<sup>43</sup> “O que existe é o desempenho, pelos administradores, da subfunção de acionista controlador, e sua manutenção nos cargos por caminhos que nada têm a ver com a democratização do poder de controle, e sim com a substituição dos detentores desse poder.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 195)

<sup>44</sup> EIZIRIK, Nelson. O mito do ‘controle gerencial’ – alguns dados empíricos. In: *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Malheiros, nº 6, p. 103-106, abr/junh, 1987.

<sup>45</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Controle Gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

<sup>46</sup> EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. 2.ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v.2. p.224.

<sup>47</sup> COMPARATO, Fabio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 89-91.

<sup>48</sup> EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A Comentada*. 2.ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v.2. p. 225.

<sup>49</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 1. p. 832.

Assim, ainda que pudesse, no contexto fático, identificar o controlador externo, este dificilmente seria responsabilizado com base no art. 117, caput da Lei nº 6.404/76.

### **1.2.6. Controle Conjunto**

Como visto, o poder de controle, conforme dispõe a redação do art. 116, *caput*, da Lei nº 6.404/76, pode ser exercido por um único acionista ou por um grupo de acionistas, vinculados por acordo de acionistas ou que estejam sob controle comum. Na hipótese de o poder de controle ser exercido por um grupo de acionistas estaremos diante do controle compartilhado ou controle conjunto.

Na prática, este controle conjunto é exercido mediante à celebração do acordo de acionistas, com o objetivo de obrigar o voto em bloco. O acordo de acionista, previsto no art. 118, da Lei nº 6.404/76, deverá ser observado pela companhia e será oponível a terceiros desde que este esteja arquivado em sua sede social. O arquivamento do acordo de acionistas na sede da companhia é de suma importância para garantir a aplicabilidade de suas disposições inclusive no que tange ao direito de voto. Dessa forma, caso algum acionista contratante do acordo de acionistas profira voto em desacordo com o que fora estabelecido no referido acordo, o presidente da assembleia ou do órgão colegiado da companhia irá desconsiderar o voto proferido em desacordo ao contratado.

Observa-se ainda neste cenário de controle compartilhado que, via de regra, nenhum dos acionistas, individualmente, consegue preponderar nas assembleias da companhia, por não ser titular da maioria das ações com direito de voto.

A grande problemática do controle compartilhado reside na dificuldade de identificar quem ou quais seria(m) o(s) acionista(s) controlador(es). No âmbito do controle individual não há tamanha dificuldade, pois quem o exerce, isto é, aquele que exerce o voto é aquele que detém o poder de controle, ao passo que no controle conjunto tal ilustração pode não ficar tão evidente<sup>50</sup>.

A Lei nº 6.404/76 apesar de incluir no conceito de acionista controlador a possibilidade deste ser exercido por um grupo, peca ao deixar de esclarecer alguns pontos importantes que são de fundamental importância para aplicação de institutos jurídicos envolvendo o controle conjunto, a exemplo da realização da oferta pública prevista no art. 254-A.

---

<sup>50</sup> PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. p. 48.

Uma das grandes dificuldades trazidas pela redação da Lei nº 6.404/76 é quanto a singularidade que o acionista controlador é tratado ao longo da legislação, em prejuízo da realidade do controle compartilhado. O grupo controlador somente existe em razão de uma pluralidade de acionistas vinculados, não possuindo o grupo controlador personalidade jurídica para ser tratado como acionista controlador, no singular e na sua individualidade.

Assim, como o grupo titular do poder de controle não é sujeito de direito, visto que não possui personalidade jurídica, verifica-se a dificuldade de alocar os conceitos e *status* de acionista controlador aos acionistas que compõem o grupo controlador. É lógico que o grupo não é o acionista da companhia e sim seus membros<sup>51</sup>, daí a dificuldade de definir, a partir do grupo (visto que este sequer é o titular das ações) quem seria o acionista controlador.

O grupo controlador pode ser analisado sob duas perspectivas diferentes: (i) face externa, ou seja, nas assembleias gerais da companhia, onde é possível observar a titularidade de direitos de sócio que lhe garantem, em conjunto, uma maioria coesa e unitária e, por isso, o exercício do poder de controle; e (ii) face interna, dentro do grupo controlador, onde será analisado a participação de cada um dos acionistas, bem como eventuais obrigações e direitos contratados entre eles para a formação da vontade do grupo como unidade<sup>52</sup>.

Quanto à face externa, conforme mencionado, não há dúvidas de que o grupo não forma um novo sujeito de direito distinto de seus membros. Ocorre que, diante da coesão e alinhamento de interesses existente entre os acionistas que compõem o bloco – muitas vezes consagrados dentro de um acordo de acionistas – este deve ser analisado sob sua unidade, visto que esta união ou coesão marcada pelo grupo de controle é justamente a fonte do poder de controle por este exercido. A lógica é simples: o fato de o acionista precisar do grupo para integrar o controle, por si só, já demonstra que ele sozinho não consegue exercê-lo, necessitando, assim, aliar-se a outros acionistas

---

<sup>51</sup> Nesse sentido, destaca-se estudo elaborado por Laura Patella: “Ainda que o fenômeno do poder de controle pressuponha, por sua natureza, uma unidade, a evolução dos argumentos a seguir apresentados tratará de demonstrar que, embora se deva imputar o controle (no singular) ao grupo controlador, não é possível imputar a esse grupo a qualidade de acionista controlador. O grupo de controle não tem existência distinta de seus membros e, por isso, não é e nem poderá ser considerado acionista, e menos acionista controlador de uma determinada companhia. Pelas razões apresentadas adiante se confirmará que a singularidade extraída do texto legal refere-se ao próprio controle, e não necessariamente ao acionista controlador.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. p. 53.)

<sup>52</sup> (PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. p. 186.)

para ganhar proporção<sup>53</sup>.

A presunção de coesão e alinhamento existente no grupo controlador é justificada nos princípios basilares do instituto contratual: a autonomia da vontade. É certo que o acionista que, em sua individualidade, não possui a maioria das ações com direito a voto, ao celebrar acordo de acionistas com o objetivo de estabelecer termos e condições para o exercício do voto em conjunto, acreditou, ao menos quando da celebração do referido acordo, que tal instrumento estaria atendendo suas vontades, caso contrário, não teria celebrado<sup>54</sup>.

Ao celebrar o acordo de acionistas no qual há o estabelecimento do procedimento a ser adotado para a formação da vontade do grupo como um todo, aqui podendo ser incluído reuniões prévias e vetos, o acionista, com base em sua autonomia privada, abre mão da livre determinação do sentido do seu voto a ser proferido em assembleia geral em prol da possibilidade de exercer, em conjunto com outros, o poder de controle<sup>55</sup>.

Dito de outra forma, o acionista abre mão de sua liberdade de proferir o sentido de seu voto sem qualquer restrição e, em contrapartida, participa do exercício do poder de controle da companhia, sabendo, desde o início, que a sua vontade não necessariamente será a vontade final do grupo. Este é um risco, conhecido do acionista, que pode ser mitigado pelo alinhamento de interesses prévios, bem como pela relação de fidúcia com os demais componentes do bloco de controle que irão ser determinantes para a formação da vontade do grupo.

Assim, deve-se direcionar atenção não para o modo pelo qual a formação da vontade do grupo se dá, mas sim na unidade, originada da autonomia da vontade, a ser proferida em assembleia geral. Na grande maioria dos casos práticos, a celebração do acordo de acionistas envolve a criação do que ficou conhecido como reunião prévia. Nessas reuniões prévias, de forma similar ao que

---

<sup>53</sup> MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 89, jan-mar, 1993, p. 43.

<sup>54</sup> “No momento da celebração, as partes acreditam que estarão ‘melhor com o contrato do que sem ele’. O agente econômico somente celebrará o contrato se entender que esta é a melhor alternativa possível para a satisfação de sua necessidade.” (FORGIONI, Paula A. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.p. 60)

<sup>55</sup> Importante destacar tal trecho da tese de doutorado de Laura Patella: “Cada um dos integrantes dessa pluralidade de sujeitos, ao decidir vincular-se de certa forma renuncia ao livre exercício de parcela dos direitos e poderes decorrentes da titularidade de suas participações individuais no capital da companhia para, em contrapartida, alcançar uma posição de domínio conjunto. Abre mão, assim, da plena liberdade inerente ao processo de formação do voto em favor de um objetivo comum consensualmente entabulado. Toda essa realidade de formação conjunta e plural do poder de controle, é forçoso sublinhar, foi reconhecida pelo ordenamento nacional, pela imputação do controle ao grupo de pessoas.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. p.161.)



ocorre nas assembleias da companhia, os membros do grupo vinculados pelo acordo irão exercer seus votos para formar uma maioria que vinculará o sentido do voto de todos os membros do grupo a ser proferido em assembleia, independente de eventuais manifestações em sentido diverso na própria reunião prévia.

Ademais, ainda que tenha sido estabelecido o poder de veto por parte de alguns dos membros do grupo, isto por si só, não descaracteriza a vontade que, ao fim, é formada pelo grupo e proferida em assembleia geral. Neste caso, aplica-se, novamente, o mesmo raciocínio da autonomia da vontade. Quando da celebração do acordo de acionistas, os acionistas não detentores de poder de veto, conforme estabelecido, já tinham conhecimento de que, em algum momento, a vontade de um ou mais, conforme o caso, poderia ser equiparada a vontade do grupo em sua unidade. Os acionistas não apenas sabiam dessa possibilidade como a cancelaram ao celebrar o referido acordo de acionistas com base na sua autonomia da vontade.

No limite, o veto estabelecido no acordo de acionistas está dentro do procedimento estabelecido para formação da vontade do grupo em sua unidade, na medida em que ainda que, no âmbito da reunião prévia, o veto exercido por apenas um de seus componentes tenha sido determinante para o estabelecimento da vontade do grupo, tal vontade dependerá do exercício conjunto do voto por todos os integrantes do voto, conforme fora contratado, para prevalecer em assembleia geral. Apesar de, em determinadas ocasiões, os acionistas pertencentes ao bloco de controle discordarem com o próprio conteúdo do voto a ser por ele proferido em assembleia geral, fato é que deve ser analisado o conteúdo efetivamente exposto em assembleia, obedecendo o que foi contratado entre os acionistas do grupo de controle.

Na perspectiva da assembleia, ainda que nem todos os acionistas integrantes do grupo exerçam seus respectivos votos de acordo com suas respectivas vontades individuais, em razão da vinculação da deliberação tomada em reunião prévia, estes, por votarem em bloco, isto é, de forma harmônica, devem ser considerados como uma unidade<sup>56</sup>. Se assim não o fosse, seria irrazoável, até mesmo impraticável, a análise subjetiva da vontade de cada um dos pertencentes ao bloco de controle pela agência reguladora.

Assim, ao contrário do que ocorre no controle individual em que a formação da vontade social se dá por processo psicológico de apenas uma pessoa, no controle conjunto passa-se a um

---

<sup>56</sup> PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. p. 129-130.

procedimento colegiado em razão da sua plurissubjetividade. Conforme lição de Laura Patella:

“Diferentemente do controlador individual, que exerce o voto em assembleia conforme processo desenvolvido de forma íntima e individualizada, nas deliberações tomadas em reuniões prévias a vontade do grupo controlador pode ser formada por procedimento deliberativo coletivo, em virtude da sua formação plurissubjetiva. A fonte da formação da vontade social deixa de ser o ‘processo psicológico’ de formação da vontade por um indivíduo, como ocorre no controle individual, e passa a ser um procedimento colegiado. As manifestações volitivas individuais de cada membro do grupo voluntariamente vinculado aos demais por acordo de voto e de controle são lançadas nessa instância prévia, superior à assembleia, considerando a ordem orgânica hierárquica da companhia, e submetidas a um processo coletivo específico, estabelecido contratualmente, cujo produto é o surgimento de uma única vontade imputável ao grupo controlador. Tal vontade unitária se materializa pelo exercício do direito de voto nas assembleias de forma individual pelos acordantes (ou por seus representantes), nos termos do acordo, do estatuto e da lei, e é determinante para o exercício do controle na forma conjunta.”<sup>57</sup>

Conclui, Laura Patella<sup>58</sup> ao defender que o uso efetivo do poder de controle deve ser analisado sob a perspectiva externa, isto é, a partir da unidade do grupo, apesar de alguns de seus membros poderem exercer em maiores ou menores proporções o poder de controle.

É com base em tal conclusão que a referida autora busca desconstruir a ideia, equivocada, muitas vezes utilizada pela doutrina e pela própria CVM de se buscar identificar um acionista controlador (pessoa individualizada) dentro de um grupo controlador, em razão de eventuais discrepâncias da participação societária de cada um dos membros do grupo ou até mesmo de disposições contratuais.

A busca pela figura do acionista controlador, figura individual, no cenário de um grupo de controle, descaracteriza o próprio instituto, positivado em lei, do controle conjunto. Se esta busca fizesse qualquer sentido, não seria necessário o conceito de controle conjunto, pois estaríamos tratando de acionista controlador minoritário.

Ademais, não é demais ressaltar que o grupo somente exerce o poder de controle por ser grupo. O objeto de direito que garante ao grupo preponderar nas assembleias é o conjunto de ações cujas titularidades pertencem a uma pluralidade de acionistas. Não seria justo ou até mesmo

---

<sup>57</sup> PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. p.114-115.

<sup>58</sup> PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. p. 59.

condizente que dentro desse grupo apenas um integrante fosse considerado acionista controlador, pois ainda que, com base nos fatos de cada específico, apenas um dos membros do grupo possua a capacidade de sozinho preponderar nas reuniões prévias, este depende do voto vinculado dos demais acionistas pertencentes ao grupo e, também, da confiança e a do alinhamento de interesses. Não seria razoável supor que um acionista se juntaria a outros acionistas com o objetivo de votar em bloco caso não fosse formalizada uma relação de confiança que atendesse aos múltiplos interesses envolvidos nesta relação jurídica.

Portanto, o controle conjunto, sob sua perspectiva externa, isto é, frente aos acionistas minoritários, é uno, sendo atribuído ao grupo. Contudo, diante da falta de personalidade do grupo controlador, os seus integrantes, por coerência com a redação da legislação em vigor, independentemente de suas respectivas participações, direitos ou obrigações, possuem todos, como sugere Laura Patella, igualmente o *status* de acionista controlador.

Tal raciocínio não significa que o poder de controle é atribuído singularmente a todos os acionistas do grupo controlador, conforme esclarece Laura Patella<sup>59</sup>. Em verdade, o poder de controle é um só atribuído ao grupo, enquanto unidade, que o exerce em conjunto. Contudo, todos possuiriam o *status* de acionista controlador porque o poder de controle é exercido por uma pluralidade de membros vinculados.

Diante do exposto e com base nos ensinamentos de Laura Patella<sup>60</sup>, é possível se atribuir o *status* de acionista controlador a todos os membros integrantes do grupo, inclusive para fins de responsabilização com base no art. 117, *caput* da Lei nº 6.404/76, visto que, a associação ao grupo de controle foi pautada na autonomia da vontade. Seria contraditório supor que a partir da celebração do acordo de acionista e, conseqüentemente, da formação de um bloco de ações, detida por diversos titulares, fonte do poder de controle, pudesse ser atribuído a tal integrante apenas os

---

<sup>59</sup> (PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. p. 183.

<sup>60</sup> Neste ponto, cabe transcrever a conclusão completa da autora: “Do exposto, a conclusão obtida é a de que, imputando-se o controle ao grupo, a cada membro do grupo controlador decorre a assunção do status de acionista controlador. De forma que toda disciplina legal relativa ao controle aplica-se ao grupo; ao passo que as regras direcionadas ao acionista controlador se devem aplicar a cada um e a todos os seus membros de forma individual e conjunta. Não se pode negar que assunção do status de controlador pelo sócio vinculado por acordo de controle conjunto é voluntária, decorrente da sua autonomia privada e da sua vontade declarada ao vincular os direitos decorrentes de suas ações e integrar o grupo controlador. Por isso não se pode tolerar posições que, em condições normais – ou seja, sem que haja vícios de vontade, ou abusos por parte dos demais membros do grupo -, consideram os membros do grupo controlador como vítimas do acordo de controle ou de alguns acordantes.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p.188.)

bônus do poder de controle<sup>61</sup>.

### 1.3. Ações do Bloco de Controle

O bloco de controle é caracterizado pelo conjunto de ações titular da maioria dos votos em assembleia, garantindo, por consequência, a possibilidade de se exercer o poder de controle. Neste ponto, cabe elucidar as lições de Lamy Filho e Bulhões Pedreira sobre o tema:

“A expressão ‘controle da companhia’ é empregada também para significar o conjunto de ações de propriedade do acionista controlador, referido como ‘bloco de controle’: ‘bloco’ porque esse conjunto de ações é considerado como coisa coletiva e ‘de controle’ porque é fonte do poder de controle. O bloco de controle é uma universalidade de fato – apenas é considerado coisa coletiva em razão da identidade da pessoa (ou grupo de pessoas) titular das ações que o compõem: (a) as ações são coisas simples que somente podem ser desdobradas ou grupadas mediante alteração do estatuto social, observados os preceitos da lei; (b) o titular de mais de uma ação possui cada uma delas como objeto distinto de direito; e (c) o bloco de controle somente existe enquanto as ações são de propriedade da mesma pessoa (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas). A fonte do poder de controle é o bloco de controle, como coisa coletiva, e não as ações que o compõem (consideradas singularmente), nem os direitos de voto por elas conferidos (consideradas isoladamente). Essa transformação de um agregado de ações com direito de voto em fonte de poder de controle demonstra a procedência da proposição de que há ‘todos’ ou ‘conjuntos’, que são mais do que a soma das partes.<sup>62</sup>

Dessa forma, o bloco de controle é uma situação fática, fonte do poder de controle em razão da unidade de seu titular. Isto é, o acionista somente é controlador porque é titular das ações que compõem o bloco em sua coletividade, visto que, se analisadas individualmente, não garantem, por sua própria individualidade, o exercício do poder de controle.

Justamente por permitir o exercício do controle é que foi atribuído ao bloco de controle um valor adicional superior ao valor de mercado destas ações. O acionista minoritário confia a gestão de seus ativos a terceiro (acionista controlador), o acionista titular da maioria das ações com direito a voto, por sua vez, possui a capacidade de determinar o destino da companhia, e, devido à

---

<sup>61</sup> PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. p. 195.

<sup>62</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2. p.619.

possibilidade de exercício deste poder de controle, há valorização econômica das ações do bloco de controle<sup>63</sup>. Nesse sentido, cabe destacar as lições de Carlos Augusto da Silveira Lobo:

“o mercado atribui ao bloco de controle valor maior do que a soma do valor das ações que o integram porque o poder de controle constitui, para o investidor, fator de segurança do seu investimento: o investidor disposto a exercer a função de controlador paga mais para adquirir o bloco de controle porque este lhe assegura a capacidade de influir decisivamente – mediante determinação das deliberações sociais e escolha dos administradores – na sorte do seu investimento em vez de – como minoritário – confiar em que o destino da companhia dependa da competência e diligência de terceiros – o acionista controlador ou os administradores por ele escolhidos. O investidor se dispõe a pagar o prêmio de controle porque confia em que conseguirá agregar mais valor à companhia do que o conseguido pelo controlador existente.”<sup>64</sup>

Na exposição de motivos da Lei nº 6.404/76, o valor do prêmio de controle foi reconhecido, pois desconhecê-lo seria uma incongruência com a própria lei que reconhece e disciplina a figura do acionista controlador. Dessa forma, foi exposto na exposição de motivos da Lei nº 6.404/76 que: “o valor das ações resulta dos direitos que conferem, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o de controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas”<sup>65</sup>.

Quando da elaboração da Lei nº 6.404/76, diante da alta concentração do mercado, e da incipiência do mercado de valores mobiliários, era comum, que os acionistas controladores extraíssem de forma demasiada benefícios – indevidos – particulares oriundos do poder de controle.

Com efeito, devido à margem para extração de benefícios particulares, o prêmio de controle pago por estas companhias chegava a valores absurdos quando se comparado com outras jurisdições que já possuíam mercado desenvolvido<sup>66</sup>.

Ademais, segundo Eduardo Munhoz, quando o valor do prêmio de controle é muito superior

---

<sup>63</sup> PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 21.

<sup>64</sup> LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Alienação de Controle*. In: *Direito das Companhias*. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). 2.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 1456.

<sup>65</sup> In: [cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf](http://cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf). Acesso em 09/10/2019.

<sup>66</sup> De acordo com o estudo de Nenova e Dick e Zingales, conforme citado por Eduardo Munhoz, “Em outras palavras, quanto maior a capacidade de o acionista controlador extrair benefícios privado do controle, maior será o valor das ações integrantes do bloco de controle (prêmio de controle), quando comparado ao valor das demais ações da companhia. Por isso, o tamanho do prêmio de controle varia intensamente entre os diversos países. Como já referido, DYCK e ZINGALES verificaram que, no Brasil, o valor das ações de controle chega a representar cerca de 65% do equity value da companhia.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 179)

ao valor das ações, é possível verificar que este excesso de prêmio decorre da possibilidade que o seu titular possui de extrair benefícios particulares:

“Quando o valor das ações de controle é excessivamente superior ao das demais, verifica-se que o prêmio já não se refere aos atributos próprios da posição de acionista controlador, mas contempla a riqueza dos demais acionistas que este tem capacidade de desviar para si, como benefício privado do controle. Nesse caso, parece evidente que o prêmio de controle não pode ser atribuído exclusivamente ao controlador, mas deve ser dividido com os demais acionistas. Por outro lado, quando o prêmio de controle é reduzido, é de se concluir que reflete os atributos próprios da posição de controlador, não embutindo desvio de riqueza dos demais acionistas. Este é o caso em que se justifica a atribuição desse prêmio apenas ao acionista controlador.”<sup>67</sup>

Assim, neste cenário do mercado de valores mobiliários brasileiro, no qual os acionistas controladores extraíam benefícios irregulares do exercício do poder de controle, fazia sentido que os acionistas minoritários deveriam ter a oportunidade de alienar suas ações nos mesmos termos e condições, conforme o que foi feito na redação original do art. 254 da Lei nº 6.404/76.

Por outro lado, o pagamento do prêmio de controle por parte do adquirente se justifica pois a sua aquisição lhe garante o poder de eleger seu próprio time e gerir a companhia, conforme acredita ser o mais benéfico e lucrativo possível. Neste diapasão, o valor pago a título de prêmio de controle seria uma parcela do valor antecipado que a troca de controle, e conseqüentemente de gestão, poderá lhe proporcionar<sup>68</sup>.

O problema não reside na existência ou não do sobrevalor das ações que compõem o bloco de controle, mas sim a quem (e se) deverá ser atribuído tal prêmio.

Inicialmente, Berle e Means<sup>69</sup> sugeriram que o poder de controle é um ativo que pertenceria à própria companhia e, por isso, não deveria ser apropriado pelo acionista controlador. Tal teoria, todavia, não foi muito bem recepcionada, tanto pela doutrina nacional, quanto pela doutrina norte-americana.

Posteriormente, surgiram duas novas correntes: (i) corrente que defende que o prêmio de controle deve ser atribuído ao acionista controlador, em razão dos custos que este incorreu no

---

<sup>67</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.p. 179-180.

<sup>68</sup> EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 112.

<sup>69</sup> BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick and London. Transaction Publishers, 2005.p. 216-217.

comando das atividades, visto que as normas já seriam suficientes para evitar abusos e conflito de interesses na negociação deste prêmio de controle; e (ii) corrente que defende a divisão do prêmio de controle com os acionistas minoritários devido à sistemas de controle concentrado que proporcionam a apropriação indevida por parte do controlador dos bens da companhia (*private benefits of control*)<sup>70</sup>.

O mecanismo mais utilizado para divisão do prêmio de controle com os acionistas minoritários é por meio da criação de obrigação de realização de oferta pública de ações, que dará a oportunidade ao acionista minoritário de retirar-se da companhia mediante o recebimento do prêmio de controle (ou, ao menos, parte dele).

O direito de retirada do acionista por meio da aderência à oferta pública de aquisição de ações em companhias que possuam acionista controlador definido reside no fato de que quando o acionista minoritário decidiu investir na companhia, este levou em consideração, para tomada de sua decisão, características próprias inerentes à pessoa do acionista controlador, isto é, criou-se uma relação de confiança, visto que o acionista minoritário acreditava que seu investimento seria bem gerido por aquela pessoa em específico. Quando há a alienação de controle e aquela relação de confiança estabelecida previamente não mais existe, seria razoável que o acionista minoritário pudesse, em conjunto com o acionista controlador, se retirar da companhia.

A redação original da Lei nº 6.404/76, estabelecia, no antigo artigo 254, o tratamento igualitário dos acionistas, na hipótese de alienação de controle. Em outras palavras, o valor pago pelas as ações do acionista controlador, ainda que contivesse algum prêmio, era estendido às ações do acionista minoritário.<sup>71</sup>

Contudo, o referido artigo 254 foi revogado, por meio da Lei nº 9.457/1997 e, portanto, a obrigação de realização de OPA em razão de alienação de controle, bem como a extensão do prêmio de controle aos acionistas minoritários foram excluídas. A Lei nº 9.457/1997 foi promulgada com o objetivo de tornar a alienação de controle mais acessível, ou seja, reduzir os custos da operação, levando-se em consideração o contexto histórico das privatizações que ocorriam naquela época.

Em um momento posterior, por meio da Lei 10.303/2001, foi introduzido o artigo 254-A, o qual previu a obrigatoriedade de realização da oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle, bem como foi estabelecido que o acionista minoritário teria direito a vender suas ações

---

<sup>70</sup> EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. 2.ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v.4., p. 310-311.

<sup>71</sup> EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. 2.ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v.4., p. 316.

com valor equivalente a 80% do valor pago pelas ações do acionista controlador.

Assim, a Lei nº 6.404/76 conferiu ao acionista controlador a apropriação do prêmio de controle equivalente a 20%. Isto não significa que o prêmio de controle esteja limitado a 20%, mas sim que o adquirente do controle deverá pagar aos acionistas minoritários, independentemente do *valuation* aplicado às ações do controlador, o equivalente a 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle.

Em outras palavras, supondo que a cotação média das ações de uma determinada companhia seja R\$15,00. Caso o adquirente proponha ao acionista controlador a aquisição da maioria das ações com direito a voto pelo valor unitário de R\$30,00, o prêmio de controle será equivalente a R\$15,00, todavia, o adquirente somente estará obrigado a pagar ao acionista minoritário 80% de R\$30,00, podendo o acionista controlador se apropriar dos 20% restantes.

A partir da reintrodução desta obrigação legal, a operação de aquisição de controle de companhia aberta, a despeito das melhorias de governança que tal obrigação pode proporcionar, pode-se tornar excessivamente onerosa ao adquirente que, agora, deve levar em consideração quando da formação do preço a ser ofertado ao bloco de controle, a possibilidade de os acionistas minoritários aderirem a oferta pública, majorando o valor da operação inicialmente pretendida.



## **2. ALIENAÇÃO DE AÇÕES DO BLOCO DE CONTROLE: BREVES NOTAS SOBRE A SUA CONCEITUAÇÃO**

Caberá a este capítulo, em primeiro lugar, analisar o histórico do mercado de capitais brasileiro, principalmente sobre o aspecto da concentração de capital nas companhias brasileiras.

Em seguida, será analisado, de forma breve, o histórico da norma prevista na Lei nº 6.404/76 que dispõe sobre a obrigação de realizar oferta pública, bem como o histórico normativo regulatório sob a ótica da CVM.

A partir desse contexto, será analisado o conceito de alienação de controle, bem como da obrigação de realização de oferta pública por alienação de controle, conforme o previsto no art. 254-A.

### **2.1. Mercado de capitais brasileiro – concentração de capital**

O Brasil desde o início de seu mercado de valores mobiliário é marcado por uma alta concentração do capital social nas mãos do controlador majoritário, a exemplo das companhias familiares. Segundo estudo elaborado por Nelson Eizirik<sup>72</sup>, realizado em 1980, foi apurado que, em média, o acionista controlador das companhias abertas possuía cerca de 70% do capital votante da companhia, sendo que em 18,69% das companhias, o acionista controlador era titular de cerca 90% a 100% do capital votante. Apenas em 1,10% das companhias, o controle era exercido por acionistas representando menos que 20% do capital votante, isto é, quase não havia, na prática, acionista controlador minoritário.

Considerando a realidade brasileira de alta concentração acionária no Brasil, diferente do que ocorria em países com mercado de valores mobiliários desenvolvido, foi que a Lei nº 6.404/76 não poderia deixar de conceituar o acionista controlador, bem como de refletir na lei societária a realidade brasileira.

Cabe destacar que a figura do acionista controlador não necessariamente acarretará menor desvalorização da companhia. Há estudos<sup>73</sup> ao redor do mundo que concluem que companhias

---

<sup>72</sup> EIZIRIK, Nelson. O mito do ‘controle gerencial’ – alguns dados empíricos. In: *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Malheiros, nº 6, p. 103-106, abr/junh, 1987.

<sup>73</sup> HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: corporate governance for controlled companies*. Harvard Law School: 2005, p. 10. In: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=802705](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705). Acesso em: 23/10/2019.

controladas por grupo familiar podem alcançar resultados melhores que as demais. A título de exemplo, Anderson<sup>74</sup> com base na *S&P 500 companies*, demonstra que o controle familiar é observado em 1/3 dessas companhias. Todavia, ao contrário do que muitos esperariam, tais companhias controladas por grupos familiares possuem melhores performances quando comparada com as demais, bem como não foram identificados nenhum indício de expropriação de benefícios privados de controle que viessem a prejudicar os acionistas minoritários.

Com efeito, Hofstetter<sup>75</sup> defende que não se deve utilizar de normas para proibir ou desincentivar companhias com controle definidos. O que há de se fazer é garantir proteção legal aos acionistas minoritários para que os acionistas controladores não usufruam de benefícios indevidos do controle.

O mercado de valores mobiliários brasileiro, na época da elaboração da Lei nº 6.404/76 estava dando seus primeiros passos. Nenhum mercado de valores mobiliários nasce já desenvolvido. Em mercados ainda não desenvolvidos, é de suma importância a figura do empreendedor e, conseqüentemente, do acionista controlador, visto que este é fundamental para o sistema de livre iniciativa, por ser o ponta pé inicial de qualquer empreendimento<sup>76</sup>.

Nesse sentido, a Lei nº 6.404/76 estabeleceu deveres e direcionou responsabilidades ao acionista controlador, em sua maioria, na época, acionista controlador majoritário, porém abriu margem para a possibilidade de, no futuro em razão do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a companhia vir a ser controlada por bloco de acionista minoritário, ao estabelecer critérios factuais para a caracterização do acionista controlador, em razão do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Ainda com base na realidade brasileira, visando ao incentivo do mercado de valores mobiliários, a Lei nº 6.404/76 estabeleceu a possibilidade de emissão de ações preferenciais, que poderiam ser privadas do direito de voto em contrapartida a qualquer outro benefício, conforme previsto no artigo 17 da Lei nº 6.404/76, na proporção de 2/3. Dessa forma, o acionista controlador poderia se manter em sua posição de controlador e ir a mercado para financiar seus projetos

---

<sup>74</sup> ANDERSON, MANSI e REEB. *Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt*. Working paper February 6, 2002. *apud*. HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: corporate governance for controlled companies*. Harvard Law School: 2005. In: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=802705](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705). Acesso em: 23/10/2019.

<sup>75</sup> HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: corporate governance for controlled companies*. Harvard Law School: 2005. In: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=802705](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705). Acesso em: 23/10/2019.

<sup>76</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p.195)

mediante a emissão de ações preferenciais sem direito de voto.

O acionista controlador poderia manter o poder de dirigir as atividades da companhia com menos da metade das ações do capital social da companhia e ainda assim movimentar o mercado de valores mobiliários brasileiro<sup>77</sup>. Observa-se, neste cenário, que havia a dissociação entre a propriedade do bem (ações) e o poder de comandar tal bem, só que de forma inversa ao que fora sugerido por Berle e Means<sup>78</sup>.

A regulação envolvendo o controle de companhias pode se dar de duas formas: (i) regra de mercado, utilizada nos EUA, a qual os acionistas controladores possuem ampla liberdade para vender suas ações; e (ii) regra de tratamento igualitário, predominante no Brasil, o qual impõe tratamento igualitário entre acionistas controladores e minoritários<sup>79</sup>.

A aplicação de uma ou outra regra depende da realidade do sistema. Segundo o estudo de Kahan e Bebchuk, conforme aponta Eduardo Munhoz, a regra de mercado funciona melhor quando há menor possibilidade de extração de benefícios privados do controle, ao passo que a regra do tratamento igualitário pode ser uma solução mais eficaz em mercados em que há relevante concentração acionária, uma vez que caso o objetivo perseguido pelo adquirente for tão somente a extração de benefícios indevidos privados do controle, a obrigação de estender a oferta aos acionistas minoritários tornará a operação mais onerosa e, por isso, seria desestimulada<sup>80</sup>.

Ocorre que, a regra de tratamento igualitário, atualmente aplicável ao mercado de valores mobiliários brasileiro, pode inibir a realização de transferências de controle que poderiam agregar maior valor a companhia, bem como desenvolver o mercado de valores mobiliários devido à elevação dos custos que a regulação impõe ao adquirente.

Não obstante, é possível notar que há, ainda que pequena, tendência quanto à dispersão acionária, principalmente nas companhias listadas no segmento do Novo Mercado. Conforme

---

<sup>77</sup> Posteriormente, esse limite foi diminuído. Hoje, a Lei das S.A. permite a emissão de ações preferenciais até o limite de metade do capital social da companhia,

<sup>78</sup> Tal apontamento é feito por Eduardo Munhoz, conforme se vê: “A emissão de até 2/3 do total de ações em preferenciais sem direito a voto asseguraria a possibilidade de dividir a propriedade da empresa em grau elevador, sem a correspondente divisão do poder entre os acionistas. Uma forma bem brasileira de dissociação entre propriedade do capital e poder de comando empresarial, completamente distinta da verificada na realidade norte-americana, na qual o deslocamento do poder se deu do conjunto disperso de acionistas para a administração, como bem apontado por Berle and Means em sua obra clássica de 1932.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.p. 57).

<sup>79</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.p. 172-173.

<sup>80</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.p. 176-177.

aponta João Pedro Barroso do Nascimento<sup>81</sup>, em pesquisa feita ao site da B3, em outubro de 2018, das 440 companhias abertas listadas, em 37% destas há acionistas controladores ou bloco de controle detentores de pelo menos 74% das ações ordinárias de emissão da respectiva companhia.

Todavia, o controle majoritário ainda está presente de forma significativa no mercado de valores mobiliários brasileiro. A diferença é que o controle majoritário observado na grande maioria das companhias brasileira é exercido por um grupo de controle vinculado, em sua maioria, por acordo de acionistas.

Das 140 companhias abertas listadas no Novo Mercado, em 78 companhias o controle é exercido com mais de 50% das ações com direito a voto. Destas 78 companhias, 57 delas possuem controle conjunto, sendo que das 21 restantes, 3 são sociedades de economia mista, 15 são controladas por pessoas jurídicas, o que nos leva a crer que pode haver algum acordo de acionista dispondo sobre o controle conjunto indireto, e apenas 3 delas possuem controlador majoritário individual pessoa física<sup>82</sup>.

No BovespaMais, das 16 companhias listadas, 10 possuem controle conjunto, vinculado por acordo de acionistas, com acionistas representando mais que a maioria votante da companhia. No nível Bovespa Mais Nível 2, as duas únicas companhias listadas possuem controle conjunto vinculado por acordo de acionistas, com acionistas representando mais que maioria votante da companhia<sup>83</sup>.

Por fim, no Nível 2 da B3, das 22 companhias registradas, 14 delas são controladas por bloco de controle, vinculado por acordo de acionistas e titular de mais do que a maioria das ações com direito a voto<sup>84</sup>.

Assim, apesar de as companhias brasileiras ainda possuírem relevante concentração acionária, a maioria destas companhias são controladas por grupo de controle, o que dificulta aplicação prática de institutos da Lei nº 6.404/76, a exemplo do art. 254-A.

Com essa nova realidade do mercado de valores mobiliários brasileiro, a aplicação da regra de tratamento igualitário pode não mais fazer tanto sentido, pois a tendência das companhias é que estas sejam controladas por bloco de acionistas que, em sua individualidade, não necessariamente

---

<sup>81</sup> DO NASCIMENTO, João Pedro Barroso. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle nas Companhias*. 2.ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 57-58.

<sup>82</sup> Pesquisa realizada no site da CVM e da B3 em outubro de 2019.

<sup>83</sup> Pesquisa realizada no site da CVM e da B3 em outubro de 2019.

<sup>84</sup> Pesquisa realizada no site da CVM e da B3 em outubro de 2019.

terão a maioria do capital votante da companhia em questão, mas por outro lado, serão submetidas à obrigações pecuniárias relevantes em um cenário completamente divergente ao que subsidiou a criação desta obrigação em primeiro lugar.

## 2.2. Breve histórico normativo de alienação de controle

Com base no texto original da Lei nº 6.404/76 elaborado por Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy, o artigo 254, que disciplinava a alienação de controle, possuía a seguinte redação:

“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.

§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.”

Diante da redação do referido artigo, é possível concluir que: (i) a alienação de controle dependia da prévia autorização da CVM; (ii) o adquirente deveria realizar a oferta pública de aquisição de ações nos mesmos termos e condições do que foi ofertado ao acionista controlador; e (iii) caberia ao Conselho Monetário Nacional a competência para estabelecer normas adicionais quanto à alienação de controle de companhia aberta.

Quando da inclusão da obrigação de realizar oferta pública para aquisição de ações devido à alienação de controle, parte da doutrina elogiou a referida inclusão, conforme notícia Mauro Penteadó<sup>85</sup>.

Comparato, entretanto, critica a obrigação de realizar a oferta pública devido à alienação do bloco de controle, visto que para ele:

“não se vê bem porque o acionista especulador, que não tem nenhuma intenção de se ligar à empresa e que, muita vez, nem mesmo conhece a sua carteira de ações, administrada por outrem, deva ser protegido nas cessões

<sup>85</sup> “Trata-se, assim, de um negócio jurídico privado, cuja formação engloba a prática de atos seriados e interdependentes, todos eles amalgamados pelo substrato comum, consistente na alienação de controle da companhia aberta.” (PENTEADO, Mauro. Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 76, pp. 15-25, out-dez., 1989, p. 19.)

de controle. Chegar-se-ia, em caso contrário, até a suscitar a especulação da mudança de controle, isto é, a aquisição de ações em vista, justamente, do lucro a ser apurado nessa cessão ulterior. Quando se fala em proteção ao acionista não controlador, tem-se em mira, evidentemente, o acionista ligado à empresa, o verdadeiro investidor. Mas seu interesse, no caso, é o de um investidor de risco, que adquiriu ações e não o controle. É o interesse do capitalista, não do empresário.”<sup>86</sup>

Seguindo a prerrogativa normativa conferida pela lei, o CMN, por meio da Resolução nº 401/76 definiu que:

“I - A alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, 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.

II - Entende-se por alienação do controle de companhia aberta, para efeito do disposto no art. 254, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e desta Resolução, o negócio pelo qual o acionista controlador (art. 116 da Lei nº 6.404), pessoa física ou jurídica, transfere o poder de controle da companhia mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

III - Se o controle da companhia é exercido por grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas, nos termos do art. 118 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ou sob controle comum, entende-se por alienação de controle o negócio pelo qual todas as pessoas que formam o grupo controlador transferem para terceiro o poder de controle da companhia, mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhes assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

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.”

Em resumo, a Resolução nº 401/76 determinou, em seu inciso I, como condição suspensiva ou resolutiva da alienação do controle de companhia, a obrigatoriedade de realização da oferta pública das ações com direito a voto dos acionistas minoritários, de modo a buscar tratamento igualitário, isto é, os acionistas minoritários teriam direito a alienar suas ações pelo mesmo valor

---

<sup>86</sup> COMPARATO, Fábio. *O poder de controle na S.A.* 3.ed. Forense: 1983, p. 249. *apud.* PENTEADO, Mauro. Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 76, pp. 15-25, out-dez., 1989.

que o acionista controlador.

No inciso II, ficou estabelecido que a obrigatoriedade de realização da oferta pública seria limitada às companhias abertas, como também foi definido ‘alienação de controle’ como a transferência das ações que assegurasse ao terceiro adquirente, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações em Assembleias Gerais e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Neste ponto, é possível notar a semelhança da definição de alienação de controle com a definição de acionista controlador do artigo 116, *caput*, da Lei nº 6.404/76.

Por fim, e pela primeira e única vez na história do direito societário brasileiro, houve previsão legal quanto ao controle conjunto. Nesse sentido, ficou definido, no inciso III, que na hipótese do controle de uma companhia aberta ser exercido por um conjunto de pessoas, sejam elas físicas ou jurídicas, somente estaria configurada a alienação de controle, caso houvesse a alienação de todas as ações deste conjunto ou grupo de acionistas, ou seja, caso o bloco, em sua unidade, fosse alienado.

Em que pese puder haver algumas discordâncias doutrinárias, fato é que esta foi a única vez em que o conceito de alienação de ações no cenário de controle conjunto foi tratado de forma objetiva e clara e, por essa razão, garantia segurança jurídica aos participantes do mercado de valores mobiliários.

Ademais, acertadamente, ao nosso ver, o CMN considerou o grupo de controle, sob sua perspectiva externa. Embora houvesse, internamente, pluralidade de pessoas cada qual com suas individualidades e seus respectivos *status* de controlador, deveria prevalecer a sua unidade e indissociabilidade, perante terceiros, de modo que o grupo controlador somente seria alterado, para fins de realização de oferta pública, caso todas as pessoas que o compusessem alienassem suas ações.

Todavia, a CVM, contrariando a objetividade estabelecida na Resolução nº 401/76, por diversas vezes distorceu a regra da alienação de controle, por entender, em certos momentos, que o conteúdo disposto na Resolução nº 401/76 não seria exaustivo<sup>87</sup> e, em outros momentos, que as regras da Resolução nº 401/76 seriam apenas presunções de alienação de controle<sup>88</sup>.

Diante disso, Bulhões Pedreira<sup>89</sup>, discordou da postura adotada pela CVM, alegando que a

---

<sup>87</sup> Parecer CVM/SJU nº 086, de 09/12/1982.

<sup>88</sup> Parecer CVM/SJU nº 014 de 09/02/1984.

<sup>89</sup> Nesse sentido, destaca-se trecho de parecer elaborado que debruça sobre o tema: ““Estas transcrições revelam que os autores do parecer consideram que os atos administrativos da CVM não estão vinculados pela regulamentação

Resolução nº 401/76 tinha por objetivo definir com precisão o conceito de alienação de controle e não apenas elencar hipóteses exemplificativas.

Ocorre que, no âmbito da política de Estado de privatizações vigente à época, o artigo 254 da Lei nº 6.404/76 foi revogado pela Lei nº 9.457/97. Posteriormente, após a fase das privatizações, por meio da emenda Lehmann, convertida na Lei 10.303/01, a norma envolvendo a alienação de controle foi reincorporada à Lei nº 6.404/76, só que agora na forma do artigo 254-A.

Assim, a redação do artigo 254-A, mantida até hoje, é a seguinte:

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

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

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

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

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

O artigo 254-A acabou por adotar uma redação confusa e circular que nos trouxe a inúmeras incertezas e inseguranças jurídicas que resultaram no motivo pelo qual foi optado este tema para realização deste trabalho.

Pois bem, a nova redação determinou que a realização da oferta pública de aquisição de ações com direito a voto, ou seja, excluindo, ao menos via de regra, as ações preferenciais, seria condição resolutive ou suspensiva da alienação do controle.

Ademais, a nova redação também trouxe a positivação do prêmio de controle de 20% (vinte

---

expedida pelo Conselho Monetário Nacional, mas que o órgão tem competência para escolher aquilo que considere 'o sentido exato e a extensão precisa da fórmula legal', ainda que essa escolha importe descumprir norma regulamentar do Conselho Monetário Nacional." (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 696.)



por cento), isto é, ficou estabelecido que as ações que compusessem o bloco de controle teriam um prêmio de 20% (vinte por cento) ao valor pago aos demais acionistas, justamente por elas permitirem que o seu detentor prevaleça nas deliberações sociais e eleja a maioria dos administradores da companhia, ou seja, que o seu detentor possa exercer o poder de controle.

Outra inovação trazida com a nova redação do artigo foi a possibilidade de permanência, frente a alienação das ações na oferta pública, mediante o pagamento, pelo adquirente do bloco das ações do controle, da diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago às ações integrantes do bloco de controle.

Logo após, em 17/01/2002, a Resolução CMN nº 401/76 foi revogada e, em 05/03/2002, foi promulgada a Instrução CVM nº 361/2002 que dispõe sobre as ofertas públicas de ações, incluindo as ofertas públicas de aquisição de ações em razão de alienação de controle, em vigor até os dias de hoje.

### **2.3. Conceito de alienação de controle**

Conforme mencionado no tópico anterior, a norma envolvendo o *tag along* foi reinsertida na Lei nº 6.404/76, em 2001, por meio da Lei nº 10.303/01. Entretanto, desde sua reinsertão, seja devido à sua redação redundante, ou à falta de um critério objetivo para sua aplicação, ou até mesmo devido à complexidade da realidade das operações realizadas, a sua aplicação (ou não) gera dúvidas e inseguranças no mercado de valores mobiliários.

O direito de *tag along*, positivado na legislação societária no artigo 254-A, teve como objetivo garantir maior proteção e isonomia aos acionistas minoritários. A ideia por trás da norma seria oferecer ao acionista minoritário, diante da troca do titular do poder de controle, a oportunidade de alienar suas ações da companhia, em conjunto com o antigo acionista controlador, por um preço justo, visto que a relação fiduciária com o então acionista controlador pode ser rompida com o ingresso de nova figura.

Cabe destacar que tanto a norma prevista na Lei nº 6.404/76, quanto à norma prevista na Instrução CVM nº 361/01 possuem aplicação apenas nas companhias abertas. Todavia, nada obsta que o direito de *tag along*, seja previsto nos estatutos sociais ou acordos de acionistas de companhias fechadas.

Em primeiro lugar, é importante, novamente, enfatizar a diferença entre poder de controle

e bloco de controle. Poder de controle é o poder de fato, e não direito jurídico, de dirigir a companhia detido por aquele que é titular das ações que compõe o bloco de controle que, por sua vez, é o objeto de direito. Com efeito, não seria razoável tratar da alienação ‘do poder de controle’ justamente por ser uma questão factual, mas sim da alienação do objeto, isto é, do bloco de controle<sup>90</sup>.

Dessa forma, apesar de conceitos muitas vezes conectados, poder de controle não se confunde com bloco de controle. Nesse sentido, cabe destacar as lições de Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy:

“A aquisição do ‘poder de controle’ pressupõe a do ‘bloco de controle’, mas os dois conceitos não se confundem: adquirir o poder de controle é obter, assumir ou passar a ter o ‘poder de fato’ de controlar a companhia; adquirir o bloco de controle é tornar-se proprietário das ações que o compõem (ou, ao menos, sujeito ativo do direito de voto por elas conferido).”<sup>91</sup>

Segundo o parágrafo 1º, do art. 254-A da Lei nº 6.404/76, alienação de controle seria:

“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.”

A partir da leitura do referido parágrafo 1º, em resumo, a alienação de controle seria a transferência que venha a resultar na alienação do controle acionário da companhia. A redação redundante da norma, apesar de abarcar em seu conceito diversas formas pelas quais poderá ocorrer a alienação de controle, termina por não firmar conceito algum<sup>92</sup>.

Já no âmbito regulatório, o §4º do artigo 29 da Instrução CVM nº 361/2002, firmou o seguinte conceito de alienação de controle:

“a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito

---

<sup>90</sup> MUNHOZ, Secchi Eduardo. Da alienação à Aquisição de Controle: Uma nova interpretação para o art. 254-A da Lei das S/A. In: *Temas de Direito Empresarial e outros Estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira Von Adamek (Coord.). São Paulo: Malheiros, 2014, p. 220.

<sup>91</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2., p.620.

<sup>92</sup> Carlos Augusto da Silveira Lobo chega classificar a norma e sua interpretação como perigosa, “pois convidam o intérprete a acreditar que basta para configurar a alienação de controle o simples enquadramento da operação em uma das hipóteses do texto.” (LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v.2. p. 2008.

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.”

A Instrução CVM nº 361/01 optou, equivocadamente, por fazer referência ao conceito de acionista controlador estabelecido no art. 116 da Lei nº 6.404/76. Equivocado pois, conforme mencionado, o poder de controle nasce da reunião, por uma mesma pessoa ou mesmo grupo, de ações com direito a voto que, quando os votos são exercidos no mesmo sentido, formam a maioria em assembleia geral. O poder de controle é uma questão factual, visto que: (i) não há norma que o assegure; (ii) não é direito subjetivo; e (iii) não é objeto de direito<sup>93</sup>. Por ser uma questão factual, não pode ser alienado, a alienação será, portanto, do objeto de direito, isto é, das ações que compõe o bloco de controle. Neste ponto em específico, a redação do artigo 254-A foi mais feliz do que a da Instrução CVM nº 361/0, visto que aquela tratou da alienação ‘das ações integrantes do bloco de controle’, ao passo que a Instrução CVM nº 361/01 tratou de aquisição do poder de controle.

Apesar da redação formulada pela Autarquia ser menos redundante do que aquela optada pelo legislador quando da elaboração do artigo 254-A, a norma regulatória ainda assim não é suficiente para sanar todas as dúvidas inerentes à aplicação ou não da obrigatoriedade de realização da oferta pública de ações por alienação de controle em algumas hipóteses práticas envolvendo o controle conjunto, as quais serão melhor endereçadas no tópico abaixo.

Não obstante, a Instrução nº 361/01 faz referência à possibilidade de ser mandatária a oferta pública por alienação de controle quando algum dos membros do bloco de controle aliene ações com direito a voto que garantam ao terceiro adquirente o poder de controle da companhia. Outro ponto que cabe ser ressaltado nesta redação é o fato de que somente haverá alienação de controle quando o adquirente for terceiro ao controlador e ao grupo controlador, logo, eventuais trocas de

---

<sup>93</sup> “O poder de controle da companhia não é o poder jurídico contido no complexo de direitos da ação: cada ação confere apenas o direito (ou poder jurídico) de um voto. O poder de controle nasce do fato da reunião na mesma pessoa (ou grupo de pessoas) da quantidade de ações cujos direitos de voto, quando exercidos no mesmo sentido, formam a maioria nas deliberações da Assembleia Geral. A natureza de fato do poder de controle fica evidente quando se considera que: a) não há norma legal que confira ou assegure poder de controle e deixa de existir com o fato da sua dissolução; b) o poder de controle não é direito subjetivo: o acionista controlador não pode pedir a tutela do Estado para obter que esse poder seja respeitado, a não ser quando se manifesta através do exercício regular do direito (ou poder jurídico) de voto nas deliberações da Assembleia Geral; e c) o poder de controle não é objeto de direito: não pode ser adquirido nem transferido independentemente do bloco de controle, que é sua fonte. O acionista controlador (ou a sociedade controladora) não é, portanto, sujeito ativo de poder de controle: tem ou detém esse poder enquanto é titular (ou sujeito ativo) de direitos de voto em número suficientes para lhe assegurar a maioria nas deliberações da Assembleia Geral.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2., p.620.)

posição acionária dentro do bloco de controle não seriam suficientes para ensejar a realização da oferta pública por alienação de controle, com base em uma interpretação literal da norma.

De todo o modo, ainda que não haja tratamento objetivo quanto à hipótese de controle conjunto, a referida norma adotou caminho mais amplo possível, de forma que a CVM poderá obrigar a realização da oferta pública sempre que houver uma aquisição onerosa de ações detidas pelo acionista controlador ou um dos membros do grupo controlador que lhe garanta o exercício do poder de controle de fato tal como definido no caput do art. 116 da Lei nº 6.404/76.

Entretanto, diante das redações tanto do art. 254-A da Lei nº 6.404/76, quanto da Instrução CVM 361/01, o conceito de alienação de controle ainda é uma área cinzenta no direito societário. No Regulamento do Novo Mercado, há uma seção apenas para tratar sobre alienação de controle. O artigo 37 do referido Regulamento obriga, na hipótese de alienação de controle, a realização de oferta pública para aquisição de ações dos acionistas minoritários nas mesmas condições das ações alienadas pelo então controlador.

Por sua vez, o Regulamento define controle como “o poder efetivamente utilizado por acionista de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida”. A partir da redação, é possível concluir que a realização da oferta pública será mandatória nos casos em que houver alienação de bloco de ações, inclusive blocos não majoritários, que garanta ao seu titular o exercício, de fato ou de direito, do poder de controle.

Teoricamente, alienação de controle seria a operação pela qual o acionista controlador aliena para terceiro bloco de ações com direito de voto que garanta o exercício do poder de controle. Isso porque, conforme amplamente exposto acima, o poder de controle é o poder de fato que pode ser exercido por aquele que for titular das ações com direito a voto suficiente para obter a maioria nas deliberações sociais e eleger a maioria dos administradores<sup>94</sup>.

A natureza jurídica da obrigação prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 seria de negócio jurídico privado, constituído por atos interdependentes, com o objetivo de alienar o bloco de controle<sup>95</sup>.

De todo modo, ‘alienação’ é termo utilizado recorrente no mundo jurídico e possui

---

<sup>94</sup> EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. 2.ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v.2., p. 226.

<sup>95</sup> PENTEADO, Mauro. Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 76, pp. 15-25, out-dez., 1989, p. 22.

significado amplo. De acordo com Paulo Eduardo Penna:

“Alienação é um termo jurídico de caráter genérico, que significa o ato de passar para outrem o domínio de uma coisa ou a titularidade de um direito, de forma gratuita ou onerosa, voluntária ou compulsoriamente. Abrange, por exemplo, a compra e venda, a cessão de direitos e a doação. Para fins de incidência do art. 254-A da LSA, [...], interessam apenas as alienações onerosas.”<sup>96</sup>

Dessa forma, seria considerado alienação de controle, a operação, ou conjunto de operações, na qual o alienante, de forma direta ou indireta, perde a capacidade de exercer o poder de controle ao transferir, onerosamente, para terceiro as ações do bloco de controle com direito a voto, de modo que o terceiro adquirente, uma vez titular da maioria das ações com direito a voto, possa exercer o poder de controle.

A aplicação deste conceito se dá sem maiores problemas na hipótese em que há a alienação, pelo o então acionista controlador, para terceiro, de bloco de ações que garantam a maioria das ações com direito a voto. Todavia, tal regra pode encarar dificuldades quando se está diante de alienação para terceiro de parte das ações integrantes do bloco de controle ou em casos em estamos tratando de controle minoritário<sup>97</sup>.

---

<sup>96</sup> PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, 96.

<sup>97</sup> No que se refere à alienação de controle minoritário, em que pese não ser objeto deste estudo, cabe fazer uma provocação que demonstra a dificuldade prática de aplicação da norma. Não há dúvidas de que a redação do art. 116 da Lei das S.A. abre margem para imputação do controle minoritário, principalmente, para imputação de responsabilidade devido à abuso e ilicitudes praticadas em razão de tal poder. Entretanto, abrir margem para análise casuística da CVM poderia ser problemática justamente devido à falta de critérios objetivos para a imputação de tal obrigação. Tratando-se de uma hipótese em que o poder de controle de uma companhia com alta dispersão de seu capital social é exercido, há mais de 10 anos, por um acionista detentor de 40% das ações com direito a voto, ficaria evidente, caso fosse entendido pela obrigatoriedade da oferta pública, o que não é o caso, que estaríamos diante de uma alienação de controle que ensejaria na realização da oferta pública. Todavia, imagine-se também a hipótese de um acionista titular de 30% das ações com direito a voto que tenha composto a maioria nos últimos dois exercícios sociais nas assembleias. Seria este considerado controlador da companhia? Seria razoável que fosse imposto ao adquirente desta participação societária a obrigação (extremamente custosa) de realizar oferta pública por alienação de controle? Acreditamos que não, justamente por se tratar de um controle precário. Em outras palavras, trata-se de um controle não absoluto, há qualquer momento, inclusive após a realização da oferta pública por alienação de controle, qualquer outro acionista que viesse a ser titular de participação societária um pouco superior poderia exercer o controle, tendo sido extremamente desproporcional a aplicação do art. 254-A a tal adquirente. Apesar deste não ser o tema objeto de estudo do presente trabalho, a falta de um critério objetivo para se determinar se e em quais hipóteses a obrigação prevista no art. 254-A deveria ser aplicável no caso de controle minoritário, reflete a dificuldade de aplicação do art. 254-A na hipóteses envolvendo controle conjunto.

### 3. DESAFIOS NA APLICAÇÃO DO ART. 254-A NO CASO DE MUDANÇAS NO BLOCO DE CONTROLE DE COMPANHIAS ABERTAS COM CONTROLE CONJUNTO

Conforme mencionado, a norma prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 visa a garantir a proteção dos acionistas minoritários que confiaram em um terceiro (acionista controlador) a gestão de seus bens. Quando esta relação fiduciária é rompida em razão da alteração deste ‘terceiro gestor’, a intenção da Lei nº 6.404/76 foi proporcionar um meio de saída, em conjunto com o antigo acionista controlador, em condições justas. A obrigatoriedade de realização de oferta pública, conforme já mencionado, decorre do fato de que o acionista minoritário não possuiria mais relação de fideduciação com o novo acionista controlador<sup>98</sup>.

A aplicação do disposto no artigo 254-A e na Instrução CVM nº 361/01 não encontram entraves quando o cenário envolve a figura individual do acionista controlador majoritário que aliena, de forma onerosa, a terceiro o bloco das ações que lhe garante o exercício do poder de controle. Todavia, devido à falta de clareza tanto da Lei nº 6.404/76, quanto da Instrução CVM nº 361/01, há incertezas quanto a obrigatoriedade ou não da realização da oferta pública nas hipóteses envolvendo o controle conjunto, principalmente: (i) alienação de ações entre os integrantes do grupo controlador; (ii) alienação de ações de um dos membros do grupo controlador para terceiro que passa a integrar o grupo.

É evidente que tanto o legislador, quanto a CVM não abordaram de forma objetiva e clara as hipóteses envolvendo o controle conjunto quando da elaboração de suas respectivas normas. A insegurança jurídica quanto à obrigatoriedade ou não da realização da oferta pública por alienação de controle advém justamente dessa zona cinzenta legislativa.

A polêmica interpretativa envolvendo o artigo 254-A não deve se ater às questões de existência e regime próprio do poder de controle estabelecido na Lei nº 6.404/76, mas sim no

---

<sup>98</sup> Neste sentido, cabe transcrever trecho das lições de Nelson Eizirik: “O direito de saída pode ser justificado pelo fato de que os minoritários, ao decidirem investir em determinada companhia aberta, levam em consideração a pessoa do controlador, isto é, quem efetivamente conduz os negócios sociais. É na figura do controlador que os acionistas minoritários depositam sua confiança e, sob esse aspecto, trata-se de verdadeira relação *intuitu personae*. São as características pessoais do controlador que podem motivar a vinculação do investidor/acionista minoritário à companhia. Assim, é razoável que, na mudança de controle, os minoritários tenham o direito de saída, caso não concordem em permanecer associados a uma companhia com um novo acionista controlador. A realização da oferta pública obrigatória baseia-se no entendimento de que não se pode impor ao acionista minoritário um novo controlador, com o qual ele não mantém uma relação fiduciária.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. 2.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 312-313)

significado de ações integrantes do bloco de controle. Isto é, o que se deve buscar determinar é qualificar e quantificar as ações do bloco de controle, cuja sua transferência ensejará no cumprimento da obrigação prevista no artigo 254-A<sup>99</sup>.

Nesse sentido, Eduardo Munhoz propõe a dissociação do conceito de poder de controle estabelecido no artigo 116, da Lei nº 6.404/76, daquele estabelecido no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76. Para Munhoz, os dois dispositivos possuem objetos diferentes, enquanto o primeiro buscar identificar a figura do acionista controlador para imposição de direitos e deveres, o segundo tem por objetivo garantir direito aos acionistas minoritários de alienarem suas ações nos mesmos termos e condições das ações alienadas do bloco de controle.

Dessa forma, segundo Munhoz, não haveria qualquer incongruência em se admitir que a Lei nº 6.404/76 discipline bloco de controle como a maioria das ações com direito a voto para fins do artigo 254-A e, por outro lado, atribua o critério factual para fins de identificar o acionista controlador, bem como atribuí-lo os deveres e obrigações previstos no artigo 117, da Lei nº 6.404/76. Nesse sentido, destaca-se a conclusão de Munhoz:

“Assim, é perfeitamente admissível que a mesma lei, para a disciplina das operações de aquisição de controle acionário, defina como bloco de controle apenas uma participação majoritária no capital votante; e que, por outro lado, para a atribuição do regime especial de deveres e responsabilidades, reconheça a possibilidade de o poder de comandar a atividade empresarial (poder de fato) estruturar-se e ser exercido a partir de uma participação minoritária no capital votante (nesse sentido, pode falar-se em bloco minoritário de controle, ou seja, aquele detido pelo acionista que exerce o poder, de fato, de controle). Os conceitos e os objetivos da política normativa em relação a uma situação e a outra, ainda que relacionados, são completamente autônomos e distintos.”<sup>100</sup>

Nelson Eizirik também entende que o conceito de acionista controlador previsto no artigo 116 da Lei nº 6.404/76 não pode servir de base para interpretação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76, pois poderia consagrar em interpretações equivocadas. Em seguida, Eizirik justifica seu entendimento ao expor a seguinte hipótese:

---

<sup>99</sup> “A polêmica sobre a interpretação do art. 254-A deve ficar restrita ao significado de ações integrantes do bloco de controle, e não sobre a existência do poder de controle, como fato suscetível de gerar um regime jurídico próprio. O objetivo do art. 254-A, não é atribuir um regime especial de deveres e responsabilidades ao titular do poder, mas conferir aos acionistas não controladores tratamento igualitário nas operações de aquisição de controle acionário.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p.306-307)

<sup>100</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 308

“[...] vale mencionar a hipótese em que determinado acionista, embora detendo a maioria do capital votante da companhia aberta, não exerce efetivamente o poder de controle, pois não comparece às assembleias gerais nem interfere na eleição dos administradores. Tal acionista não pode ser considerado controlador, para efeitos do artigo 116 da Lei das S.A., visto que não preenche o requisito constante na alínea ‘b’ do referido dispositivo legal. No entanto, a eventual alienação das ações de sua propriedade contemplaria um bloco capaz de assegurar, em caráter permanente, o exercício do poder de controle sobre a companhia, permitindo, inclusive, que o vendedor, mesmo não sendo controlador recebesse o ágio decorrente da transferência do poder de controle.”<sup>101</sup>

A CVM<sup>102</sup>, em mais de uma oportunidade, também já se manifestou no sentido de que não se deve utilizar o conceito de acionista controlador previsto no artigo 116 da Lei nº 6.404/76 para fins de interpretação do art. 254-a.

Por outro lado, Oioli entende que não seria possível atribuir dois conceitos distintos de acionista controlador, um para fins da aplicação do *tag along* e outro para fins de responsabilização do controlador, reconhecendo, por isso, ser possível a obrigatoriedade de realizar a oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle em hipóteses envolvendo alienação de participações societárias inferiores a maioria das ações com direito a voto, conforme se segue:

“Primeiro, como visto acima, é notório que o artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas admite a existência de um controle diluído. Isto posto, não haveria qualquer fundamento legal que permitisse afastar o controle diluído da hipótese de incidência do artigo 254-A. Não deveriam, portanto, prosperar as teses que sustentam que o controle referido em tal dispositivo não seria o mesmo referido no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas. Não há qualquer elemento na redação do artigo 254-A que permita esta conclusão. No mesmo sentido, não parece razoável admitir a hipótese de que a lei acionária trabalha com dois conceitos de acionista controlador, um para fins de sua responsabilização (artigo 116) e outro para fins de aplicação do *tag along* (artigo 254-A), até mesmo porque ambos encontram o mesmo fundamento: a concepção do controle como um poder, que enseja responsabilidade pelo seu mau exercício, bem como a possibilidade de saída da companhia pelo acionista minoritário em caso de alteração do seu titular.”<sup>103</sup>

Ademais, parte da doutrina entende que não haverá alienação de controle quando como

---

<sup>101</sup> EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. P. 416-417.

<sup>102</sup> Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/4069, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio, julgado em 11/04/2006; e Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/4156, Rel. Dir. Sérgio Weguelin, julgado em 17.06.2008.

<sup>103</sup> OIOLI, Erik Frederico. *Anotações sobre o regime de aquisição de controle das S.A.: o caso das companhias de capital disperso*. In: <http://www.vbso.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Artigo-RDSVM-Anotac%CC%A7o%CC%83es-sobre-regime-de-aquisic%CC%A7a%CC%83o-e-transfere%CC%82ncia-de-controle-v2.pdf>. Acesso em: 10/07/2019.



resultado da alienação de parte das ações do bloco de controle terceiro ingressar, em posição minoritária, no grupo de controle. Todavia, caso em razão da alienação de parte das ações do bloco de controle surgir um terceiro em posição majoritária no grupo de controle, tal terceiro deverá realizar a oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle. A título de exemplo, cabe destacar lições de Nelson Eizirik:

“Assim, conforme já referido, constitui requisito essencial para aplicação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 que os integrantes do bloco de controle cedam, total ou parcialmente, suas ações para terceiro e este assumam posição dominante na companhia, passando a exercer, em substituição ao antigo controlador, o poder de conduzir as atividades sociais. [...] Também não configura alienação de controle, para os efeitos do art. 254-A da Lei das S.A., o caso em que um terceiro, que não fazia parte originalmente do grupo controlador, adquire parte das ações integrantes do bloco de controle, não assumindo uma posição predominante dentro do grupo controlador anteriormente constituído.”<sup>104</sup>

Compartilham do mesmo entendimento, Paulo Eduardo Penna<sup>105</sup> e Carlos da Silveira Lobo<sup>106</sup> Modesto Carvalhosa<sup>107</sup>.

Quanto às alienações de ações do bloco de controle entre os integrantes do bloco de controle, isto é, sem o ingresso de terceiro, estes mesmos autores divergem entre si. Nelson

---

<sup>104</sup> EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. P. 471.

<sup>105</sup> “A aquisição, por um terceiro, de ações do bloco de controle e o seu ingresso no grupo controlador, em posição minoritária ou subordinada, não caracteriza alienação de controle. [...] Caso as ações do bloco de controle, adquiridas pelo novo integrante do grupo controlador, lhe permitam predominar na formação da vontade coletiva do grupo, notadamente pela sua preponderância nas reuniões prévias, estará caracterizada a alienação de controle.” (PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, 112-113)

<sup>106</sup> “Não constitui alienação de controle a transferência de ações que representam posição minoritária no grupo de controle para pessoa estranha ao grupo, ainda que o adquirente se sub-rogue na posição minoritária do alienante (exceto se o alienante tiver poder de veto nas deliberações do grupo de controle). Entretanto, a alienação de controle pode caracterizar-se quando o membro majoritário do grupo de controle organizado para o exercício uniforme do direito de voto, em que prevaleça o voto majoritário em reuniões prévias do grupo, transfere suas ações para pessoa estranha ao grupo, sub-rogando a em sua posição majoritária.” (LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Alienação de Controle*. In: *Direito das Companhias*. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). 2.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p., p. 1468)

<sup>107</sup> “Caso alguns dos integrantes do acordo ou do bloco de controle cedam, a título oneroso, suas posições para terceiro e este assumam uma posição dominante – de acionista majoritário dentro do acordo ou do bloco – caracterizar-se-á a alienação do controle para os efeitos do presente 254-A, já que presente um novo acionista controlador.” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 4.ed. rev.e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, v. 4, p. 216.)

Eizirik<sup>108</sup> e Paulo Eduardo Penna<sup>109</sup> entendem ser mandatária a realização da oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle quando, em razão de mutações internas, determinado acionista passa a assumir papel de preponderância dentro do grupo. Já para Modesto Carvalhosa<sup>110</sup> e para Carlos da Silveira Lobo<sup>111</sup> somente será aplicável o disposto no art. 254-A quando houver ingresso de terceiro não pertencente ao bloco.

Ocorre que todas as posições expostas acima desconsideram o conceito de controle conjunto ao buscar identificar, dentro do grupo, um único acionista controlador. Conforme mencionado em capítulo anterior, no controle conjunto, o poder de controle somente é exercido em razão da existência do grupo, visto que em suas individualidades, os acionistas não teriam capacidade de preponderar nas assembleias. A união se deu com um objetivo comum: exercer o poder de controle.

Logo, o grupo de controle, por ser vinculado com um fim comum, deve ser analisado sob a sua ótica externa, desconsiderando eventuais disparidades de participações societárias dentro do mesmo grupo. Não é razoável que se busque identificar um acionista controlador dentro do grupo de controle, visto que estaria se considerando a existência de dois acionistas controladores, o que seria incompatível com a Lei nº 6.404/76, seguindo as lições de Leães:

“A circunstância de que qualquer um dos participantes seja eventualmente majoritário, dentro ou fora do grupo, não o converte, *ipso facto*, em um acionista

---

<sup>108</sup> “A simples mudança de posição dentro do bloco de controle, com a transferência de ações de um acionista para outro, sem que haja a alteração da vontade prevalecente dentro do grupo controlador, não configura alienação de controle, pois tal transferência de ações dá ensejo a uma mera consolidação do controle.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. 2.ed. rev. ampl. – artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 325)

<sup>109</sup> “Nessa linha, entendemos que a transferência de ações entre os integrantes do grupo controlador caracterizará a alienação de controle, se os acionistas alienantes cederem para o adquirente posição de preponderância dentro do grupo. Neste caso, há de se reconhecer que o controle mudou de mãos, ainda que subsista o grupo controlador.” (PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, 116)

<sup>110</sup> “Ocorrendo transferências de posições acionárias dentro do acordo de acionistas, ou entre pessoas que constituem o bloco de controle, mesmo sem acordo de acionistas, não há alienação do controle para os efeitos do presente art. 254-A, uma vez que, da operação, ainda que onerosa, não resultará o surgimento de um novo acionista controlador.” m CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 4.ed. rev.e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, v. 4, p. 216.)

<sup>111</sup> “Não há alienação de controle quando algum ou alguns dos membros do grupo controlador transferem suas ações para outros membros do grupo controlador, como, aliás, expressamente esclarece o artigo 29 da Instrução CVM nº 361 ao exigir que o adquirente seja terceiro em relação ao grupo controlador. Com efeito, a modificação na participação relativa de cada membro não modifica o poder de controle exercido pelo grupo (Parecer CVM/SJU nº 029/1985). Também não configura alienação de controle quando os membros do grupo controlador constituem uma holding cujo capital é integralizado com a transferência de ações do bloco (Parecer CVM/SJU nº007/1986).” LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Alienação de Controle*. In: *Direito das Companhias*. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). 2.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 1468).

controlador, senão quando visto como parte componente da coletividade. [...] Até porque seria incompatível com a boa hermenêutica do dispositivo legal acima reproduzido [art. 116 da Lei das S.A.] admitir que a sociedade possa, ao mesmo tempo, ser controlada por um grupo de acionistas e por um dos acionistas integrantes desse grupo. É impossível imaginar a existência concorrente, numa mesma companhia, de dois acionistas controladores, um sendo parte integrante do outro.”<sup>112</sup>

Nelson Motta também defende a impossibilidade e incoerência de se entender que a companhia possa conter dois controladores, um contido dentro do outro, ao lecionar que:

“O poder de controle, entendido como função e como atributo de uma maioria acionária, estável e organizada, só se manifesta no âmbito da assembleia geral. Constitui, por isso, clamoroso desvio do raciocínio jurídico o ponto de vista – que alguns intérpretes pretendem sustentar – segundo o qual se pode identificar como acionista controlador, o acionista que, embora não detendo a maioria de votos nas assembleias gerais, ostenta a condição de majoritário dentro do grupo de controle, que é, por sua vez, uma universalidade de fato exercendo um poder coletivo. Ora, o fato de determinado acionista – que seja minoritário em relação aos votos que concorrem à assembleia – deter posição majoritária no interior do grupo de controle (vinculado ou não por acordo de acionistas) não basta para qualificá-lo como acionista controlador, não o transforma, evidentemente, em titular do poder de controle. [...] Nas companhias comandadas por grupo de acionistas, o poder de controle é um atributo coletivo e compartilhado. Constitui um subproduto da soma dos votos e do acordo de vontades. Por isso mesmo não pode ser considerado como uma simples e invariável derivação da vontade isolada, e singular, do acionista que no grupo de controle detenha participação majoritária.”<sup>113</sup>

Assim, se admitíssemos a possibilidade de coexistir (ainda que tão somente para proteção dos minoritários), dentro de uma mesma companhia, a existência de dois controladores, de um lado o grupo controlador, detentor da maioria das ações com direito a voto da companhia e, de outro, o integrante do grupo controlador que detém a maioria das ações do grupo controlador, estaríamos, por consequência lógica, desconsiderando não somente a premissa básica de que o controle é unitário, como também estaríamos pondo por terra o próprio conceito, inserido propositalmente na Lei nº 6.404/76, de grupo de controle.

---

<sup>112</sup> LEÃES, L.G.P. DE B. Acordo de Comando e Poder Compartilhado. In: *Pareceres*, v. II. São Paulo: Ed. Singular, 2004. p. 1.309-1.310

<sup>113</sup> MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 89, jan-mar, 1993. p. 43.

Na mesma linha da conclusão de Laura Patella<sup>114</sup>, se fosse possível opor a qualidade legal de acionista controlador ao acionista majoritário dentro do grupo, no fim do dia, não haveria controle conjunto, mas tão somente controle minoritário individual.

Eventuais discrepâncias internas, seja relacionada à participação societária, seja relacionada com o procedimento de formação da vontade do grupo controlador possuem relevância apenas e tão somente ao grupo sob sua perspectiva interna<sup>115</sup>. No âmbito da assembleia, local onde é exteriorizado o exercício do controle, diante dos acionistas minoritários não pertencentes ao bloco de controle, importa tão somente aquela unidade que, embora seja composta por uma pluralidade de sujeitos, tal pluralidade é tão harmônica e coesa, em sua maioria devido à disposição contratual, que esta deve ser considerada única.

Independente de eventuais divergências internas acerca de qual seria o melhor sentido de voto a ser tomado pelo grupo de controle, considerando que o grupo é controlador por se configurar em forma de grupo e por votar em conjunto, o voto efetivamente a ser proferido em assembleia geral seguirá o rumo conforme o estabelecido, em conjunto, e, por essa razão, não faria sentido desconsiderá-lo para apurar individualidades que, por si só, não seriam capazes de formar a maioria na assembleia geral.

Ademais, conforme mencionado, ainda que seja possível que dentro do grupo de controle determinados integrantes possuam maior ou menor influência na formação da vontade do grupo, fato é que o procedimento a ser adotado pelo grupo de controle para formação de sua vontade, provavelmente, terá sido objeto de cláusula contratual, a qual todos os integrantes concordaram e ratificaram quando da celebração do acordo de acionistas. Nunca é demais reforçar que a adesão ao bloco de controle foi pautada na autonomia da vontade da parte, desconsiderá-la seria mais uma aberração ao ordenamento jurídico.

Assim, é possível concluir que, no mínimo, há um alinhamento de interesses acerca do objetivo que se busca e que justificou, em primeiro lugar, sua união em grupo. Mais do que isso,

---

<sup>114</sup> PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p. 132-134.

<sup>115</sup> Fazendo uso novamente da comparação entre o grupo controlador e a própria sociedade, Laura Patella leciona que: “A pluralidade e a diversidade dos sujeitos titulares de ações que compõem o bloco de controle têm relevância apenas interna, sobretudo em relação aos aspectos organizativos do grupo controlador. Para o exterior, a unidade do grupo prevalece. Essa lógica se assemelha à das sociedades, nas quais a proporção da participação dos acionistas no capital interessa no âmbito da sua organização interna, uma vez que externamente a unidade (no caso das sociedades, personificada) deve prevalecer.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015. p. 157-158)

não é demais supor que há uma relação de confiança entre o acionista que detenha contratualmente maior influência e os demais acionistas. Novamente, se assim não fosse, o acionista, pessoa racional, não teria celebrado o acordo em primeiro lugar.

Fato é que impor a realização de oferta pública, para fins do disposto no art. 254-A, nos casos em que há uma aquisição de menos da metade das ações com direito a voto, é impor o cumprimento de uma obrigação pecuniária completamente desproporcional ao benefício e segurança que terá o adquirente de parte das ações do bloco de controle.

Quando determinado terceiro adquire parte das ações integrantes do bloco de controle, este pode vir a integrar o grupo de controle e exercer, em conjunto com os demais, o poder de controle. Todavia, não faz sentido obrigar tal adquirente a realizar a oferta pública quando, em verdade, este sequer, em sua individualidade, pode exercer o poder de controle, dependendo de situações meramente factuais tais como a redação de eventual acordo de acionistas e/ou da dispersão do capital social da companhia para exercer *em conjunto* o poder de controle.

Dessa forma, a mera preponderância de um acionista dentro do grupo de controle não pode ser suficiente para que o terceiro adquirente de sua participação societária seja compelido a realizar a oferta pública prevista no art. 254-A. Conforme mencionado no capítulo anterior, todos os membros do grupo de controle possuem *status* de acionistas controladores, pois são titulares, em suas respectivas individualidades, de ações que, agrupadas, tem o condão de garantir o exercício do poder de controle, mas estes não detém, em sua individualidade, o poder de controle.

Sob a perspectiva econômica, devido à obrigação imposta pelo artigo 254-A, os preços a serem atribuídos às ações do bloco de controle podem sofrer desconto relevante, conforme leciona Carlos Augusto da Silveira Lobo:

“As obrigações de o adquirente do controle realizar oferta pública para compra das ações dos minoritários ou pagar o prêmio de permanência causam a possível atribuição aos acionistas minoritários de uma parcela do investimento que o adquirente se dispõe a pagar pelo controle, reduzindo o valor que pagaria ao controlador, caso não existissem as obrigações criadas pelo artigo 254-A.”<sup>116</sup>

Justamente por este motivo é que a imposição desta onerosa obrigação deve se limitar à alienação do bloco de controle e não se estender à alienação de parte das ações que compõem o

---

<sup>116</sup> LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Alienação de Controle. In: *Direito das Companhias*. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). 2.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 1456.

bloco de controle. Este raciocínio econômico se justifica pelo fato de que a alienação da maioria das ações com direito a voto é completamente diferente da alienação de 49% das ações com direito a voto, apesar da diferença numérica entre uma e outra não ser relevante. Destaca-se, neste ponto, as lições de Comparato:

“a cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 49% dessas ações não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa do objeto. Essa diferença de 2% não é apenas numérica, pois importa a alienação de outro bem econômico, diverso dos títulos acionários. No primeiro caso, aliena-se, com a maioria das ações votantes, o poder de decidir e comandar a sociedade, em última instância. Por isso o preço unitário das ações cedidas, em tal caso, é muito diferente do que seria estipulado na segunda.”<sup>117</sup>

Isso ocorre porque uma vez que o bloco de controle é fracionado, este não terá o poder de garantir, com segurança e de forma permanente, o exercício do poder de controle e, por essa razão, a precificação deveria ser realizada conforme as demais ações:

“Como outras universalidades de fato, o bloco de controle perde seu sobrevalor quando é repartido e as partes sobreviventes não são suficientes para, isoladamente, atribuir ao seu titular aquilo que era a fonte da sobrevalorização: o poder de controle. A ação originalmente integrante do bloco de controle, que seja, de forma destacada, alienada pelo controlador, sem com isso afetar a caracterização do bloco de controle, será, em princípio, precificada de forma idêntica à das demais ações da companhia de propriedade dos minoritários votantes.”<sup>118</sup>

Ainda que seja atribuído ágio à parcela das ações integrantes do bloco de controle que está sendo objeto de alienação, tal ágio será, provavelmente, proporcional ao poder que tal participação atribui, isto é, um poder de controle precário, eventual e relativo, visto que não garante a estabilidade do poder de controle que tem por fonte a titularidade do bloco de controle em sua íntegra.

Assim, seria incoerente e contraditório que o acionista adquirente de participação relevante, mas não o bloco de controle, que o garantisse a preponderância nas deliberações da companhia devido tão somente a questões factuais, seja em razão da redação do acordo de acionistas ao qual este se vinculará ou da dispersão acionária da companhia, fosse imputada à obrigação de realização da OPA. Nestes casos, o controle não é estável ou é dividido com os outros integrantes do bloco

---

<sup>117</sup> COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. P. 268.

<sup>118</sup> PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 29.

de controle.

A obrigatoriedade de realização de oferta pública nos termos do artigo 254-A faz sentido quando analisamos o contexto em que ela foi inserida de alta concentração acionária e, conseqüentemente, pouca liquidez para os acionistas minoritários. A alienação de parte das ações integrantes do bloco de controle já reflete a nova realidade do mercado brasileiro, na qual há uma maior dispersão, se comparado com 1980, apesar de a maioria das companhias ser controlada por um grupo de acionistas vinculados.

A partir deste raciocínio demonstra-se a incongruência econômica entre a aquisição de parte das ações integrantes do bloco de controle e a obrigação de realizar a oferta pública, nos termos do previsto na legislação societária. Essa desproporcionalidade, sem dúvidas, afeta o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, bem como limita, de certa forma, a livre negociabilidade das ações integrantes do grupo de controle.

Idealmente, e com base no conceito de controle conjunto, é que entendemos que a sugestão de Eduardo Munhoz quanto a não utilização do conceito firmado no artigo 116, *caput*, da Lei nº 6.404/76 faz todo sentido lógico e econômico. Sob o aspecto econômico e com o fim de incentivar mercado de valores mobiliários brasileiro, há uma enorme disparidade (que não pode ser ignorada) entre obrigar a realização da oferta pública, para aquele que adquire a maioria das ações com direito a voto e para aquele que adquire menos da metade das ações com direito a voto. Enquanto o primeiro pode exercer o poder de controle de forma estável sem qualquer impeditivo factual, o segundo, somente poderá exercer o poder de controle a depender das questões de fato envolvendo a companhia que podem ser alteradas a qualquer momento. Ou seja, o segundo será compelido a realizar a oferta pública sem ter qualquer garantia real de que poderá exercer o poder de controle de forma estável e segura. O preço a ser pago, diante da obrigação do artigo 254-A, pode não mais ser vantajoso para o adquirente de parcela das ações do bloco de controle, o que pode desmotivar a realização de operações no mercado brasileiro.

No âmbito internacional, Hofstetter ao analisar a Diretiva da União Europeia sobre alienação de controle, conclui que oferta mandatória poderia fazer sentido nos casos em que companhias com alta dispersão de acionária, um novo acionista aparece construindo participação relevante que o garanta o exercício do poder de controle. Todavia, este autor discorda da aplicação da oferta pública mandatória nos casos de companhias que já possuíam controle definido, visto que:

“If applied to companies that already have a controlling shareholder, the rule seems over-inclusive, since it interferes with a market-mechanism that balances external private costs with external private benefits of control. the potential consequences of that could, inter alia, be a suboptimal level entrepreneurship or a suboptimal level of IPOs by entrepreneurs, putting a brake on innovation and the efficiency of capital allocation.”<sup>119</sup>

Buscar análises casuísticas como solução para o impasse interpretativo também pode ser perigoso e resultar em decisões incongruentes entre si. A mera indicação de administradores, conforme determinado contratualmente, por si só não é capaz de definir o controlador do grupo controlador. Da mesma forma que analisar quais dos acionistas possui maior poder de veto, conforme determinado contratualmente, também não seria suficiente para se justificar a existência de acionista controlador dentro grupo controlador.

Esta solução, ao final, não irá sanar as já existentes inseguranças jurídicas quanto à alienação de ações do bloco de controle, pelo contrário, a depender de como tal solução fosse aplicada pela CVM, a insegurança jurídica poderia se tornar ainda maior e produzir os efeitos indesejáveis como o desincentivo de realizar operações no mercado de valores mobiliários diante da possibilidade da excessiva oneração.

Outra solução passível seria a implementação, tal qual foi feito pela Diretiva Europeia, de regra que previsse que deveria ser realizada oferta pública caso atingida uma porcentagem exata do capital social das companhias previamente determinada.

Esta solução também poderia gerar determinadas injustiças, visto que bastaria que o acionista adquirisse uma ação a menos que o limite imposto para que este não tivesse a obrigação de realizar a oferta pública de aquisição de ações.

Ilustrando a possibilidade de a definição de porcentagem não ser suficiente para abarcar a realidade das companhias, Eduardo Munhoz explica que:

“Para ilustrar, veja-se o caso do Reino Unido e da Itália. Ambos adotam o mesmo percentual de 30% do capital votante como parâmetro para tornar obrigatória a oferta de aquisição. Contudo, em certo período pesquisado, no Reino Unido, em média, o maior acionista detinha 20% do capital votante, e em menos de 20% das companhias listadas o acionista controlador era titular de mais de 25% do capital votante; já na Itália, no mesmo período, o acionista controlador era titular, em média, de 48% do capital votante, sendo que em cerca de 85% das companhias

---

<sup>119</sup> HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: corporate governance for controlled companies*. Harvard Law School: 2005, p. 38. In: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=802705](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705). Acesso em: 23/10/2019.



listadas havia um acionista controlador com mais de 25% do capital votante.<sup>120</sup>

Não obstante não garantir, em todos os casos, uma solução justa, é, sem dúvidas, uma solução clara e objetiva que garante a segurança jurídica, princípio caro às relações em comunidade, principalmente, no mercado de valores mobiliários.

Independente das soluções que possam ser propostas, na realidade atual, com base na redação do art. 254-A da Lei nº 6.404/76 e diante do exposto ao longo deste trabalho, a obrigatoriedade da realização de oferta pública de aquisição de ações em casos envolvendo o controle conjunto pode ser vista sob duas alternativas distintas: (i) somente será obrigatória na hipótese em que houver a alienação das ações integrantes do bloco de controle que garantam ao terceiro a maioria absoluta das ações com direito a voto; ou (ii) será obrigatória em todas as operações de alienações de ações integrantes do bloco de controle, sejam estas participações majoritárias ou minoritárias.

Apesar de não ser a solução mais satisfatória aos acionistas minoritários, Laura Patella entende que deve prevalecer a primeira opção, similar ao que era estabelecido na Resolução nº 401/76, visto que não é possível selecionar dentro do grupo de controle, em linha com o conceito de controle conjunto exposto ao longo deste trabalho, um acionista controlador<sup>121</sup>.

Em linha com este entendimento, foi o posicionamento de Marcelo Trindade, ex-Presidente da CVM, no âmbito do caso COPESUL. Neste caso, o ex-Presidente expôs que:

“Mas essa mesma constatação é que gera dificuldade em afirmar que o alienante, em casos tais, detinha o controle. Como visto pelos arts. 116 e 118 da lei quem controla é o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto. E isso não se relaciona com a responsabilidade por abuso de que trata o art. 117 – que é sempre individual. Relaciona-se com a configuração jurídica do controle. E essa configuração é que é útil no caso, pois a Lei brasileira não estabelece que a aquisição do controle de quem não o detenha determina a realização de OPA – como ocorreria com a aquisição de ações isoladas que, reunidas, assegurassem o controle. Em outras palavras: a lei não exige apenas uma alteração no controle; exige uma alienação por quem o detenha.”<sup>122</sup>

<sup>120</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 254

<sup>121</sup> “Essa dúplici orientação interpretativa está alicerçada nas conclusões acerca da titularidade do controle conjunto, a qual é imputável ao grupo, de forma direta, sendo a titularidade final imputável a cada um e a todos os seus membros de forma automática e indistinta, não se admitindo selecionar, dentro do grupo, um ou alguns titulares exclusivos do controle, de forma que apenas alguns de seus membros pudessem efetivamente alienar esse poder.” (PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015, p.297.)

<sup>122</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2007/7230, de 11 de julho de 2007.

Assim, com base no conceito de controle conjunto, pelo qual o poder de controle é atribuído única e exclusivamente ao grupo de controle e não aos seus membros, o ex-Presidente firma entendimento que somente caberia a aplicação do disposto no artigo 254-A nas hipóteses de alienação da maioria das ações com direito a voto.

Cabe lembrar que o acionista minoritário sempre poderá alienar suas ações no mercado, talvez, em preços inferiores ao preço que seria estabelecido caso fosse obrigatória a realização da oferta pública, talvez em valores superiores. Este deve ser um risco que o acionista minoritário deve aceitar quando decide investir no mercado de valores mobiliários. Em companhias fechadas, a situação pode ser muito pior caso o *tag along* não seja estabelecido contratualmente. Nessas hipóteses, os acionistas carecem de liquidez para se desfazerem de suas ações caso a relação fiduciária com o acionista controlador seja rompida<sup>123</sup>.

Dessa forma, diante do exposto, conclui-se com base no conceito de conselho conjunto e com base na atual redação do art. 254-A, que somente seria mandatária a realização de oferta pública para aquisição de ações por alienação de controle nas hipóteses em que fossem alienadas todas as ações integrantes do bloco de controle, de modo a se garantir a segurança jurídica, bem como a não aplicar obrigações pecuniárias desproporcionais que podem desincentivar a realização de operações envolvendo companhias abertas brasileiras.

## CONCLUSÃO

Diante do exposto, é possível concluir que a redação prevista no art. 254-A é precária, gerando dúvidas e incertezas quando comparada com a realidade das operações realizadas no mercado de valores mobiliários, bem como quando levado em consideração as hipóteses envolvendo o controle conjunto.

Ademais, é possível concluir que há uma tendência, equivocada, de tentar se buscar o

---

<sup>123</sup> “O Congresso, ao introduzir na lei a Emenda Lehmann, pretendeu proteger os direitos do minoritário da companhia aberta no momento em que o poder da sociedade é substituído. É preciso mencionar, a esse respeito, que o minoritário da companhia aberta, se discorda da transferência do controle, inclusive porque não conhece ou não confia no novo controlador, tem os mecanismos de mercado para se desfazer de suas ações, é bem verdade que, certamente, por um preço inferior àquele que seria obtido na oferta pública. Problema maior ocorre, no entanto, na companhia fechada, em que o acionista minoritário, se discordar da venda do controle, porque impedido de se socorrer dos mecanismos do mercado, fica impedido de se desfazer das suas ações. Parece que ele, acionista da companhia fechada, mereceria muito mais a proteção da lei.” (CANTIDIANO, L.L. *Alienação e aquisição de controle. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo. n° 59, jul-set., 1985, p. 60)

acionista controlador, dentro do grupo de controle, com base em eventuais posições majoritárias dentro do próprio grupo de controle e eventuais direitos estabelecidos contratualmente em acordo de acionistas.

Em verdade, conforme explicado, o grupo de controle deve ser analisado sob sua perspectiva externa, em razão da sua unidade, coesão e muitas das vezes, obrigação estabelecidas contratualmente. A lógica que permeia o conceito de controle conjunto é a de que, caso os acionistas possuíssem ações o suficiente para, em suas respectivas individualidades, exercerem o poder de controle da companhia, estes, por certo, não iriam se submeter ao exercício do poder de controle em conjunto demais acionistas.

Ademais, os acionistas integrantes do bloco de controle renunciaram a total liberdade de estabelecer o sentido de seus respectivos votos, com base no o princípio da autonomia da vontade, quando da vinculação ao acordo de acionista que possa vir, eventualmente, a garantir mais ou menos poder dentro do grupo a um determinado acionista específico. Esta situação, todavia, não obsta a realidade de que o grupo de controle só existe em razão da vinculação de todos os acionistas, independentes de suas respectivas participações dentro do grupo.

Assim, o grupo deve ser considerado sob a perspectiva externa, visto que irá agir, em conjunto, e em um só sentido. Se assim não fosse, não haveria motivo que justificasse a existência do conceito de controle conjunto, pois, no fim do dia, estaríamos tratando de controle minoritário.

Quanto à obrigação de realizar a oferta pública, propriamente dita, nos termos do art. 254-A, conforme explicado, esta ignora situações práticas reais envolvendo o controle conjunto. Obrigar ao adquirente de apenas parte das ações integrantes do bloco de controle a realizar a oferta pública é, no mínimo, exigir o cumprimento de uma obrigação que, sob o aspecto econômico, é completamente desproporcional ao ganho que este virá a ter, pois o adquirente, nestas hipóteses, não terá segurança no exercício do poder de controle, estará sempre refém da dispersão acionária ou da redação do instrumento contratual.

Não obstante, a análise casuística dos casos poderá a impor custos regulatórios injustificados, bem como poderá a vir a perpetuar a insegurança jurídica já instaurada em situações envolvendo alienação de parte das ações integrantes do bloco de controle. A importação da Diretiva Europeia pode também não atingir, conforme explicado ao longo deste trabalho, o fim almejado, visto que bastaria que o adquirente adquirisse uma ação a menos do que o determinado legalmente para exercer o controle e, ainda assim, não cumprir a obrigação legal.

Dessa forma, com base no contexto pelo qual a obrigação de realizar oferta pública foi positiva e nos altos custos que envolvem o cumprimento desta obrigação, entendemos que a obrigação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 somente deve ser aplicável nas hipóteses em que há a aquisição, de forma onerosa, por terceiro de ações com direito a voto representando a maioria do capital votante. Nos demais cenários, sob a perspectiva do acionista minoritário, deve-se entender que eventuais alienações de participações relevantes deverão ser entendidas como risco inerente ao mercado de valores mobiliários e, portanto, não serão submetidas ao disposto no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick and London. Transaction Publishers, 2005.

CANTIDIANO, L.L. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo. nº 59, jul-set., 1985

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Controle Gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

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

DO NASCIMENTO, João Pedro Barroso. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle nas Companhias*. 2.ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

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

\_\_\_\_\_. *Direito Societário – estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

\_\_\_\_\_. *A lei das S/A comentada*. 2.ed. rev. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v.2.

\_\_\_\_\_. O mito do ‘controle gerencial’ – alguns dados empíricos. In: *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Malheiros, nº 6, p. 103-106, abr/junh, 1987.

FORGIONI, Paula A. *Teoria Geral dos Contratos Empresarias*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: corporate governance for controlled companies*. Harvard Law School: 2005. In: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=802705](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705). Acesso em: 23/10/2019.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 1.

\_\_\_\_\_. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

\_\_\_\_\_. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2.

LEÃES, L.G.P. DE B. Acordo de Comando e Poder Compartilhado. In: *Pareceres*, v. II. São Paulo:

Ed. Singular, 2004.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Alienação de Controle. In: *Direito das Companhias*. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). 2.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 4.ed. rev.e atual. São Paulo: Saraiva, 2011, v. 4.

MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 89, jan-mar, 1993.

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

\_\_\_\_\_. Da alienação à Aquisição de Controle: Uma nova interpretação para o art. 254-A da Lei das S/A. In: *Temas de Direito Empresarial e outros Estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira Von Adamek (Coord.). São Paulo: Malheiros, 2014

PATELLA, Laura Amaral. *Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras – disciplina normativo e pressupostos teóricos*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015.

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

PENTEADO, Mauro. Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 76, pp. 15-25, out-dez., 1989.

OIOLI, Erik Frederico. *Anotações sobre o regime de aquisição de controle das S.A.: o caso das companhias de capital disperso*. In: <http://www.vbso.com.br/wp-content/uploads/2017/01/Artigo-RDSVM-Anotac%CC%A7o%CC%83es-sobre-regime-de-aquisic%CC%A7a%CC%83o-e-transfere%CC%82ncia-de-controle-v2.pdf>. Acesso em: 10/07/2019.