



O GEN | Grupo Editorial Nacional – maior plataforma editorial brasileira no segmento científico, técnico e profissional – publica conteúdos nas áreas de concursos, ciências jurídicas, humanas, exatas, da saúde e sociais aplicadas, além de prover serviços direcionados à educação continuada.

As editoras que integram o GEN, das mais respeitadas no mercado editorial, construíram catálogos inigualáveis, com obras decisivas para a formação acadêmica e o aperfeiçoamento de várias gerações de profissionais e estudantes, tendo se tornado sinônimo de qualidade e seriedade.

A missão do GEN e dos núcleos de conteúdo que o compõem é prover a melhor informação científica e distribuí-la de maneira flexível e conveniente, a preços justos, gerando benefícios e servindo a autores, docentes, livreiros, funcionários, colaboradores e acionistas.

Nosso comportamento ético incondicional e nossa responsabilidade social e ambiental são reforçados pela natureza educacional de nossa atividade e dão sustentabilidade ao crescimento contínuo e à rentabilidade do grupo.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS PRECEDENTES COMENTADOS

Organizadores

Gustavo Tavares Borba

Rodrigo Tavares Borba

José Gabriel Assis de Almeida

Alexandre Costa Rangel • Alexandre Trejos Vargas • Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto • Bianca Napoli Figueiredo • Carlos Alexandre Lobo • Carlos Augusto Junqueira • Carlos Eduardo Aranha • Carlos Martins Neto • Carolina Estarque da Cunha • Cláudio Guerreiro • Daniel Kalansky • Eduardo Figueira de Brito • Eli Loria • Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França • Fabiano Marques Milani • Felipe Hanszmann • Fernanda Pereira Carneiro • Frederico Calmon Nogueira da Gama • Gabriela Codorniz • Gisela Sampaio da Cruz • Gustavo Tavares Borba • Henrique Vergara • Ivo Waisberg • João Laudo de Camargo • João Marcelo Sant'Anna da Costa • Jorge Hilário Gouveia Vieira • José Edwaldo Tavares Borba • José Gabriel Assis de Almeida • Julia Damazio Franco • Julia Hebling • Julian Fonseca Peña Chediak • Julio Ramalho Dubeux • Leandro Ravache • Leonardo Barros C. de Araújo • Luiz Antônio de Sampaio Campos • Marcelo Borja • Márcio Souza Guimarães • Marcos Galileu Lorena Dutra • Marcos Saldanha Proença • Marcus de Freitas Henriques • Maria Isabel do Prado Bocater • Mariana Pinto • Mariana Weguelin Vieira • Marlon Tomazette • Mauricio Moreira Menezes • Maurício Teixeira dos Santos • Norma Jonssen Parente • Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo • Paulo Cezar Aragão • Paulo Penna • Pedro Aurélio de Pessôa Filho • Pedro Wehrs do Vale Fernandes • Rafael Andrade • Rafael de Moura Rangel Ney • Raphael Manhães Martins • Renato Buranello • Ricardo Peres Freoa • Rodrigo Tavares Borba • Rodrigo Jesuino Bittencourt • Rodrigo R. Monteiro de Castro • Sérgio Campinho • Thaís Vianna Ferro • Thiago Saddi Tannous • Vitor Rozenhal • Viviane Muller Prado • Walfrido Jorge Warde Jr.



- O autor deste livro e a editora empenharam seus melhores esforços para assegurar que as informações e os procedimentos apresentados no texto estejam em acordo com os padrões aceitos à época da publicação, e todos os dados foram atualizados pelo autor até a data de fechamento do livro. Entretanto, tendo em conta a evolução das ciências, as atualizações legislativas, as mudanças regulamentares governamentais e o constante fluxo de novas informações sobre os temas que constam do livro, recomendamos enfaticamente que os leitores consultem sempre outras fontes fidedignas, de modo a se certificarem de que as informações contidas no texto estão corretas e de que não houve alterações nas recomendações ou na legislação regulamentadora.

■ Fechamento desta edição: 06.08.2020

- O Autor e a editora se empenharam para citar adequadamente e dar o devido crédito a todos os detentores de direitos autorais de qualquer material utilizado neste livro, dispondo-se a possíveis acertos posteriores caso, inadvertida e involuntariamente, a identificação de algum deles tenha sido omitida.

■ Atendimento ao cliente: (11) 5080-0751 | faleconosco@grupogen.com.br

- Direitos exclusivos para a língua portuguesa

Copyright © 2021 by

Editora Forense Ltda.

Uma editora integrante do GEN | Grupo Editorial Nacional

Travessa do Ouvidor, 11 – Térreo e 6º andar

Rio de Janeiro – RJ – 20040-040

www.grupogen.com.br

- Reservados todos os direitos. É proibida a duplicação ou reprodução deste volume, no todo ou em parte, em quaisquer formas ou por quaisquer meios (eletrônico, mecânico, gravação, fotocópia, distribuição pela Internet ou outros), sem permissão, por escrito, da Editora Forense Ltda.

■ Capa: Aurélio Corrêa

■ CIP – BRASIL. CATALOGAÇÃO NA FONTE.
SINDICATO NACIONAL DOS EDITORES DE LIVROS, RJ.

C727

Comissão de Valores Mobiliários – precedentes comentados / organização Gustavo Tavares Borba, Rodrigo Tavares Borba, José Gabriel Assis de Almeida. – Rio de Janeiro: Forense, 2021.

Inclui bibliografia

ISBN 978-85-309-9104-3

1. Direito comercial – Brasil. 2. Comissão de Valores Mobiliários (Brasil). 3. Mercado de capitais. 4. Sociedades por ações – Brasil. I. Borba, Gustavo Tavares. II. Almeida, José Gabriel Assis de. III. Borba, Rodrigo Tavares.

20-63755

CDU: 347.7:336.76(81)

Meri Gleice Rodrigues de Souza – Bibliotecária CRB-7/6439



ORGANIZADORES

GUSTAVO TAVARES BORBA
RODRIGO TAVARES BORBA
JOSÉ GABRIEL ASSIS DE ALMEIDA

AUTORES

Alexandre Costa Rangel	João Marcelo Sant'Anna da Costa	Mauricio Moreira Menezes
Alexandre Trejos Vargas	Jorge Hilário Gouveia Vieira	Maurício Teixeira dos Santos
Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto	José Edwaldo Tavares Borba	Norma Jonssen Parente
Bianca Napoli Figueiredo	José Gabriel Assis de Almeida	Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo
Carlos Alexandre Lobo	Julia Damazio Franco	Paulo Cezar Aragão
Carlos Augusto Junqueira	Julia Hebling	Paulo Penna
Carlos Eduardo Aranha	Julian Fonseca Peña Chediak	Pedro Aurélio de Pessôa Filho
Carlos Martins Neto	Julio Ramalho Dubeux	Pedro Wehrs do Vale Fernandes
Carolina Estarque da Cunha	Leandro Ravache	Rafael Andrade
Claudio Guerreiro	Leonardo Barros C. de Araújo	Rafael de Moura Rangel Ney
Daniel Kalansky	Luiz Antônio de Sampaio Campos	Raphael Manhães Martins
Eduardo Figueira de Brito	Marcelo Borja	Renato Buranello
Eli Loria	Márcio Souza Guimarães	Ricardo Peres Freoa
Erasmus Valladão Azevedo e Novaes França	Marcos Galileu Lorena Dutra	Rodrigo Tavares Borba
Fabiano Marques Milani	Marcos Saldanha Proença	Rodrigo Jesuino Bittencourt
Felipe Hanszmann	Marcus de Freitas Henriques	Rodrigo R. Monteiro de Castro
Fernanda Pereira Carneiro	Maria Isabel do Prado Bocater	Sérgio Campinho
Frederico Calmon Nogueira da Gama	Mariana Pinto	Thaís Vianna Ferro
Gabriela Codorniz	Mariana Weguelin Vieira	Thiago Saddi Tannous
Gisela Sampaio da Cruz	Marlon Tomazette	Vitor Rozenhal
Gustavo Tavares Borba		Viviane Muller Prado
Henrique Vergara		Walfrido Jorge Warde Jr.
Ivo Waisberg		
João Laudo de Camargo		

INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA ABERTA E PROTEÇÃO DO ACIONISTA MINORITÁRIO¹

MAURICIO MOREIRA MENEZES
Professor Titular de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Advogado.

Processo Administrativo Sancionador	CVM 4156/2008
Principais Temas Abordados	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Tag along</i> (art. 254-A da Lei 6.404/1976) no caso de reestruturação da companhia cujo resultado produza a alteração substancial no bloco de controle da companhia incorporadora; • Distinção entre alienação de controle e incorporação; e • Distinção entre aquisição originária e aquisição derivada.

¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo 4.156/2008. Relator Diretor Sergio Weguelin, julgado em 17.06.2008; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. Processo Administrativo 7.849/2008. Manifestação sobre a inaplicabilidade do art. 254-A da Lei 6.404 aos casos de incorporação. Rio de Janeiro, 6 out. 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 9 out. 2019; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 2, p. 1.224-1.230. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 2, p. 190-192. COELHO, Fábio Ulhoa (org.). *Tratado de direito comercial – sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 340-360. CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: sociedade anônima*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 219-225. COELHO, Fábio Ulhoa. O direito de saída conjunta (“tag along”). In: Lobo, Jorge (org.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 476-477. COSTA, Philomeno J. da. *Operações da anônima com as ações do seu capital*. Tese (Concurso para a Titularidade de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo), São Paulo, 1965, p. 160.

1. CIRCUNSTÂNCIAS FÁTICAS

A Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobras”) e a Unipar S.A. (“Unipar”) ajustaram, no ano de 2007, as condições para a realização da megaoperação de combinação de ativos petroquímicos, com a finalidade de consolidar o setor na Região Sudeste do País, que viria a ser explorado por meio de única “Companhia Petroquímica do Sudeste”. Para esse fim, a Petrobras havia adquirido, meses antes, as ações representativas do controle acionário da Suzano Petroquímica S.A. (“Suzano Petroquímica”), companhia aberta então listada no Segmento Nível 2 da B3, por meio de contrato de compra e venda de ações celebrado em 03.08.2007, fato que ensejou a realização de oferta pública de aquisição de ações em circulação no mercado (“OPA”). Portanto, subsequentemente à referida aquisição, Petrobras e Unipar levaram a efeito a mencionada combinação de ativos, por meio de operação de incorporação societária. Segundo comunicado de fato relevante divulgado em conjunto por Petrobras e Unipar, em 30.11.2007, a estrutura jurídica da combinação de negócios seguiu, em resumo, as seguintes etapas:

- (i) como passo preliminar à formação da Companhia Petroquímica do Sudeste, a Unipar aportou seus ativos (essencialmente, participação na Rio Polímeros S.A., equivalente a 33,33% de seu capital social; R\$ 380.000.000,00 em dinheiro; participação na Petroquímica União S.A., equivalente a 51,35% do seu capital social; participação na Polietilenos União S.A., equivalente a 99,99% de seu capital social) em sociedade sob seu controle (“SPE”);
- (ii) a Petrobras, por sua vez, aportou a participação detida, indiretamente, na Petroquímica União S.A. em sociedade por ela controlada e utilizada como veículo de aquisição das ações da Suzano Petroquímica (“NEWCO”);
- (iii) a SPE foi incorporada pela NEWCO, passando a Unipar e a Petrobras a deterem, indiretamente, as participações de, respectivamente, 60% e 40% da NEWCO;
- (iv) A NEWCO requereu à CVM o registro de OPA, por conta da aquisição das ações representativas do bloco de controle da Suzano Petroquímica pela Petrobras (“OPA SZPQ”);
- (v) após a liquidação da OPA SZPQ, a NEWCO foi incorporada pela Suzano Petroquímica, vindo a figurar como a Companhia Petroquímica do Sudeste, que adotou a nova denominação de Quattor S.A.

Em resultado da troca de ações da de emissão da incorporada pelas novas ações emitidas pela incorporadora, a Unipar passou a ser controladora indireta da Suzano Petroquímica (nova Quattor S.A.). Acionistas minoritários da Suzano Petroquímica sustentaram haver elementos suficientes para caracterizar nova operação de alienação de seu controle acionário, o que ensejaria a realização de uma segunda OPA, desta vez pela Unipar.

2. PRINCIPAL(IS) QUESTÃO(ÕES) ANALISADA(S) PELA CVM

Descrição da questão decidida: poderia ser reconhecido o direito ao *tag along*, tal como previsto no art. 254-A da Lei 6.404/1976, ao acionista minoritário, titular de ação

com direito a voto, nas hipóteses de reestruturação da companhia, especialmente em operações de incorporação de sociedade, incorporação de ações e cisão de sociedade, cujo resultado produza a alteração substancial no bloco de controle da companhia incorporadora?

3. DECISÃO DA CVM

Diante da reclamação apresentada por acionistas minoritários perante a CVM, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) manifestou-se no sentido de afirmar pela incidência do art. 254-A (e, portanto, necessidade de formular OPA por alienação de controle), em virtude de consolidação de ativos entre Petrobras e Unipar em que, após operação de incorporação, a Unipar passou a ser controladora indireta da Suzano Petroquímica.

Interposto recurso ao Colegiado, no âmbito do Processo Administrativo 4.156/2008, a CVM decidiu a controvérsia nos seguintes termos:

Trata-se de recurso interposto contra entendimento manifestado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE de que haveria incidência do art. 254-A (e, portanto, necessidade de formular OPA por alienação de controle) em virtude de consolidação de ativos entre Petrobras e Unipar em que, após operação de incorporação, a Unipar passou a ser controladora indireta da Suzano Petroquímica S.A., sendo que, antes da dita incorporação, o mencionado controle era detido pela Petrobras. Referido entendimento foi manifestado pela SRE no âmbito do Proc. RJ2008/0053, que versa sobre o registro de oferta pública em decorrência da alienação do controle da Suzano Petroquímica S/A à Petróleo Brasileiro S/A – Petrobras. A OPA analisada no referido Proc. RJ 2008/0053 foi registrada e terá seguimento independentemente da apreciação deste recurso. Após analisar o entendimento da SRE neste caso e discutir amplamente o assunto, o Colegiado deliberou, por maioria, vencido o Diretor Relator Sergio Weguelin, acolher o recurso apresentado, por entender que, no caso em análise, não houve alienação de controle de companhia aberta, conforme conceito previsto no § 1º do art. 254-A da Lei n. 6404/76, nos termos do voto do Diretor Marcos Pinto².

Vale conferir o cerne da posição adotada pelo Colegiado da autarquia, muito bem examinado pelo voto-condutor do Diretor Marcos Pinto:

[...] 2.1 Ninguém tem dúvidas, acredito eu, que a incorporação de uma companhia não equivale a uma alienação de controle. A Lei n. 6.404/76 não deixa margem para discussão a esse respeito, pois trata essas operações por meio de dispositivos distintos e de maneira completamente diversa. 2.2 Tampouco resta dúvida, acredito eu, de que a incorporação não gera a necessidade de oferta pública para os acionistas das companhias diretamente envolvidas,

² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo 4.156/2008. Relator Diretor Sergio Weguelin, julgado em 17.06.2008.

nem mesmo quando ocorre mudança do acionista controlador de uma das companhias. Não há necessidade de oferta pública porque, na incorporação, todos os acionistas devem, via de regra, receber o mesmo valor pelas suas ações [...] 2.5 Nesse sentido, o colegiado da CVM já deixou claro que a existência de um novo acionista controlador não é suficiente para disparar a obrigação de oferta pública. Para que a oferta seja obrigatória, é preciso que o controle passe das mãos de um controlador para outro. Por isso, não há oferta pública nas aquisições originárias de controle. 2.6 O colegiado também já deixou claro que o art. 116 da Lei n. 6.404/76 não é um bom parâmetro para determinar se uma operação deve dar ensejo a uma oferta pública, por duas razões. Primeiro, porque o art. 116 define o que é “acionista controlador” e não o que é “controle”. Segundo, porque o art. 116 visa a identificar o acionista controlador para uma finalidade diversa, qual seja, responsabilizá-lo por abuso de poder. 2.7 Portanto, nossa análise deve concentrar-se no próprio art. 254-A, cujo parágrafo primeiro contém a seguinte definição de “alienação de controle” [...] 2.13 Diante da dificuldade de precisar o propósito do art. 254-A, a interpretação literal parece ser a única saída. E uma saída cujas principais vantagens – segurança e previsibilidade – parecem ser bastante adequadas nesse contexto. 2.14 Normalmente, aquisições de controle são negócios caros; e a oferta pública é um ônus bastante significativo para o adquirente, um ônus que pode alterar completamente o preço pago e, em casos extremos, inviabilizar o negócio. Assim sendo, é muito importante que o critério utilizado para averiguar a necessidade de oferta seja objetivo e previsível, como a interpretação literal costuma proporcionar. 2.15 Interpretando o texto do § 1º do art. 254-A, não vejo como exigir oferta pública neste caso concreto. Por mais problemas interpretativos que esse dispositivo possa ensejar, um requisito parece estar acima de dúvida: a necessidade de uma “transferência” ou “cessão”, seja de ações, seja de valores mobiliários, seja de direitos de subscrição, seja de outros títulos [...] 2.17 Neste caso, não houve qualquer transferência: as ações detidas pela Petrobras nunca mudaram de mãos. Antes e depois da incorporação, Petrobras mantém as mesmas ações e em mesmo número. Sua participação societária sofre diluição significativa, o que faz com que ela perca o controle da companhia, mas não há nenhuma transferência. Por conseguinte, não há alienação de controle segundo o critério previsto no § 1º do art. 254-A. [...] 2.24 Por estes motivos, entendo que a operação em tela é uma incorporação típica e com finalidade empresarial clara, não sujeita à oferta por alienação de controle prevista no art. 254-A.

Ressalte-se que se sucederam diversas operações de reorganização societária entre companhias independentes (principalmente operações de incorporação de companhia e incorporação de ações) com mudanças no bloco de controle de tais companhias, as quais vieram a ser objeto de reclamação por grupos acionários perante a CVM.

Assim, após inicial hesitação, a SRE adequou seu entendimento à decisão do Colegiado e acabou por reafirmar o conceito expresso no art. 254-A, no sentido de que o *tag along* pressupõe efetiva operação de alienação de controle – i.e., aquisição derivada – em que é determinante a negociação e fixação de um preço para as ações votantes objeto da operação, com sua consequente transferência ao adquirente.

A aludida consolidação da posição da área técnica da CVM foi tornada pública, em 06.10.2008, por meio de manifestação específica sobre a inaplicabilidade do art. 254-A da Lei 6.404/1976 às operações de incorporação, em razão de sucessivas reclamações que envolveram as companhias Tenda S.A., Datasul S.A. e Company S.A. Leia-se adiante trecho do teor daquela manifestação:

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) divulga hoje (06/10/2008) entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) sobre a não obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações de emissão de Construtora Tenda S.A., Datasul S.A. e Company S.A., seja por força do art. 254-A da Lei n. 6404/76 ou por definição em cláusula estatutária, no momento das incorporações anunciadas em agosto e setembro deste ano. O entendimento da SRE se baseia no fato de que, a despeito da diluição sofrida, não houve transferência de valores mobiliários dos antigos para os novos controladores [...] Com relação às definições em cláusulas estatutárias, ou seja, o conteúdo dos estatutos sociais das companhias, com suas cláusulas de proteção à dispersão acionária e ao controle difuso (ainda que não seja o caso de todas as companhias envolvidas), está expressamente excluída a obrigatoriedade de realizar OPA, quando se trata de operação de incorporação ou de subscrição em emissão primária de ações³.

4. ANÁLISE CRÍTICA

Como se sabe, a Lei 6.404/1976 estabelece inteligentes mecanismos de equilíbrio dos poderes acionários, com determinadas limitações à autonomia privada, particularmente pela imperatividade dos chamados direitos essenciais dos acionistas, elencados no art. 109, de tal sorte que nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista de seu respectivo exercício.

Portanto, dentre tais direitos, sobressai, para os fins desta opinião, o direito de retirada, indicado no inciso V do art. 109 e regulado especificamente pelo art. 137, além de ser reafirmado pelos arts. 223, § 4º, 230, 236, parágrafo único, 264, § 3º, e 270, parágrafo único, todos da Lei 6.404/1976.

A ideia do direito de retirada vincula-se ao poder de denunciar a relação de sociedade, independentemente de ser ela considerada um contrato. Seu fundamento é a liberdade associativa, uma cláusula constitucional, prevista no art. 5º, XX, da Constituição Federal. E, é obvio, o exercício do direito de retirada pode vir a trazer um impacto bem relevante no patrimônio da sociedade, uma vez que deve ela pagar o reembolso (art. 45 da Lei 6.404/1976).

Tanto é assim que, segundo o § 3º do art. 137 da Lei 6.404/1976, nos dez dias subsequentes ao término do prazo de exercício da retirada, a administração da companhia

³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. Processo Administrativo 7.849/2008. Manifestação sobre a inaplicabilidade do art. 254-A da Lei 6.404 aos casos de incorporação. Rio de Janeiro, 6 out. 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 9 out. 2019.

pode convocar assembleia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação que tenha dado causa ao recesso, se entender que o pagamento do preço do reembolso das ações porá em risco a estabilidade financeira da empresa.

Com efeito, existem aqui dois bens jurídicos a considerar: (i) a liberdade de tratar sociedade, que permite a retirada do acionista desgostoso dos rumos deliberados pela assembleia geral e, ainda, (ii) a preservação da empresa, por conta do eventual desfalque patrimonial da sociedade empresária, decorrente do justo ressarcimento do acionista dissidente.

Por conseguinte, nas companhias, esse direito é considerado restrito e se vincula a hipóteses de alteração substancial da estrutura societária, diante do incentivo à ampla transmissibilidade da ação: havendo mercado e liquidez para o desinvestimento, o acionista tem proteção suficiente para se desligar da companhia via alienação da ação, sem a necessidade de onerar o patrimônio social.

A ressalva deve ser feita quanto às companhias fechadas, cujo acionista, por definição, não tem acesso ao mercado de capitais e concorda, de antemão, com a ausência de liquidez de sua participação. Nesses casos, em que a transmissibilidade facilitada da ação não se trata de uma prioridade, o estatuto social pode prever cláusula limitativa de negociação da ação, a qual, em contrapartida, não pode sujeitar o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas (art. 36 da Lei 6.404/1976).

Portanto, prevalecendo a liberdade de negociação da ação, o acionista insatisfeito poderá optar pelo desinvestimento, mediante a alienação de sua participação societária, fato que se potencializa nas companhias abertas, cujo estatuto não pode contemplar normas restritivas à circulação das ações.

Quanto ao reembolso, sustenta-se que sua natureza corresponde à devolução de capital, em virtude da resolução do contrato de sociedade, segundo a conclusão a que chegou Philomeno J. da Costa, em tese com a qual conquistou a cadeira de Titular da Universidade de São Paulo. Nas palavras do referido professor, o reembolso de ações constituiria o fruto de um “direito de rebelião”, que se reconhece aos acionistas minoritários da companhia⁴.

Assim, na forma dos arts. 136, IV c/c 137, II, da Lei 6.404/1976, na operação de incorporação de sociedade, terão direito de retirada os acionistas da incorporada, salvo as exceções previstas em lei, que remetem às hipóteses em que as ações forem consideradas dispersas e líquidas.

Logo, havendo operação de incorporação de sociedade, entende-se que o acionista minoritário dissidente poderá exercer seu direito de retirada (desde que não incida algum dos excludentes legais) e, dessa forma, estará devidamente protegido, pois se desligará da companhia com a correspondente devolução do capital investido.

Porém, no caso em questão, a operação sequer daria ensejo ao exercício do direito de retirada, pois a reclamação foi formulada por acionistas da incorporadora.

⁴ COSTA, Philomeno J. da. *Operações da anônima com as ações do seu capital*. Tese (Concurso para a Titularidade de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo), São Paulo, 1965, p. 160.

Ademais, conforme muito bem escrito no voto condutor, a incorporação não gera a necessidade de oferta pública para os acionistas das companhias diretamente envolvidas, nem mesmo quando ocorre mudança do acionista controlador de uma das companhias. E essa desnecessidade de oferta pública baseia-se em uma premissa que cerca as operações de incorporação de sociedade: a princípio, todos os acionistas recebem idêntico pacote de direitos por suas ações. E, quando há qualquer vantagem particular para o grupo controlador, tem-se claro seu impedimento para o exercício do direito de voto, como estabelecido pelo Parecer de Orientação CVM 34/2006. Mais um mecanismo para reequilíbrio de forças, sem que haja agressiva oneração patrimonial.

Na hipótese de que trata, o problema se circunscreve à simples troca de acionista controlador indireto da Suzano Petroquímica, como resultado da operação de incorporação.

Nesse sentido, a jurisprudência da CVM e a doutrina convergem no sentido de não bastar o surgimento de novo acionista controlador (direto ou indireto) para disparar o *tag along*. Para que a oferta seja obrigatória, é preciso que a alienação das ações do bloco controle seja negociada entre vendedor e comprador, razão pela qual não há oferta pública nas aquisições originárias de controle.

O fato é que a OPA constitui severo ônus ao adquirente das ações representativas do controle e, assim, deve ser interpretada restritivamente.

Vale lembrar que, com referência à disciplina legislativa, os autores do Anteprojeto que deu origem à Lei 6.404/1976 não inseriram no texto por eles proposto a obrigatoriedade de oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta. A inserção veio a ser feita por meio da chamada “Emenda Lehman”, com origem no Senado Federal.

O indesejado e revogado art. 254 da Lei 6.404/1976 obrigava o interessado na aquisição do controle de companhia aberta à realização de oferta pública de compra de todas as ações com direito a voto, nas mesmas bases daquelas previstas para as ações representativas do controle⁵.

Após a emenda, com origem no Senado, e quando da sanção e promulgação da Lei 6.404/1976, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira endereçaram carta ao Ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen, sugerindo o veto a tal artigo. Sustentaram os juristas que essa medida (oferta pública), sem precedentes no direito estrangeiro, viria a afetar a abertura de capital pelas companhias, uma vez que alterava drasticamente o regime de alienação do controle de companhia aberta⁶.

⁵ A questão não era pacífica, devido à ambiguidade da expressão “acionistas minoritários”, que pode abranger a minoria com direito a voto ou, como comumente ocorre, a minoria sem voto; entretanto, diante do teor da (já revogada) Resolução 401, de 22.12.1976, do Conselho Monetário Nacional, a tendência da doutrina era interpretar o dispositivo legal para abranger exclusivamente minoritários com direito a voto.

⁶ Maiores comentários a respeito, inclusive com relação às razões históricas que motivaram a emenda ao art. 254, vide LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, Bulhões. *A Lei das S.A.* 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1995. v. 1, p. 285-292.

Esse dispositivo foi revogado pela Lei 9.457/1997, por nítidos interesses da Administração Pública, que visava à facilitação das privatizações, geralmente realizadas por venda em leilão das ações do bloco de controle de companhias estatais⁷.

O conceito de oferta pública para aquisição do controle de companhia aberta foi reintroduzido na Lei 6.404/1976 pela Lei 10.303/2001. Não por acaso, o art. 254-A foi promulgado no sentido de obrigar o adquirente do controle de companhia aberta a formular aos demais acionistas (detentores de ações com direito a voto) proposta que tenha como base 80% do valor ofertado para a compra das ações representativas do controle.

Após longas e acaloradas discussões no Congresso Nacional (entre aqueles que pretendiam o retorno do art. 254, em sua integralidade, e aqueles que defendiam a exclusão da oferta pública), elegeu-se uma fórmula que objetivou alcançar, teoricamente, uma solução de equilíbrio: por um lado, ficou evidenciado o "sobrevvalor" das ações representativas do controle, nos termos bem defendidos por Rubens Requião⁸; por outro, tutelou-se o acionista minoritário, dando-lhe oportunidade de aderir à venda por um preço razoável e, por meio da realização do desinvestimento, proteger seus recursos contra os riscos resultantes da troca de comando da companhia.

Sobre a evolução da discussão que cercou a edição do art. 254 e do art. 254-A da Lei 6.404/1976, convém transcrever os seguintes comentários de Osmar Brina Corrêa-Lima:

Os dispositivos acima transcritos e, mais particularmente, o do § 1º do art. 254, sempre se erigiram em pomo de discórdia. O § 1º do art. 254, que exigia "tratamento igualitário aos acionistas minoritários", fora introduzido pelo Congresso Nacional pela Emenda Lehmann. Os autores do Projeto da Lei n. 6.404/76 e parte da doutrina pátria consideravam que a emenda quebrava a sistemática do Projeto. A ideia geradora da Emenda Lehmann e consagrada nos dispositivos ora revogados era a de que o controle da companhia e os seus intangíveis, inclusive a autorização para funcionar, não é "sobrevvalor" de exclusiva propriedade do acionista controlador, mas de todos os acionistas da companhia. Uma ideia manifestamente socializante e socializadora num mundo capitalista agora varrido pelos ventos do chamado neoliberalismo. Na verdade, esses foram os dispositivos que maior celeuma geraram, quando do debate do Projeto da atual Lei n. 6.404/76, no Congresso Nacional. As opiniões se dividiram. Depois de promulgada a Lei, a doutrina radicalizou-se na sua interpretação. Alguns doutrinadores consideravam que a expressão "acionistas minoritários", constante do § 1º do art. 254, se referia a todos os acionistas da companhia (votantes e não votantes). Outros entendiam que ela

⁷ Sobre a atuação da Administração Pública a propósito do encaminhamento de anteprojeto de lei ao Poder Legislativo (que deu origem à Lei 9.457/1997), destinado a alterar a Lei 6.404/1976 e facilitar o cumprimento da agenda de privatizações de companhias estatais, vide, por todos, os comentários de Fábio Ulhoa Coelho em artigo específico (COELHO, Fábio Ulhoa. O direito de saída conjunta ("tag along"). In: Lobo, Jorge (org.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 476-477).

⁸ REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2, p. 142.

se referia apenas aos minoritários titulares de ações votantes. A jurisprudência forneceu decisões esparsas sobre a matéria, mas jamais se manifestou de forma definitiva e conclusiva. Com a revogação desses dispositivos, houve um grande retrocesso. Na verdade, essa revogação foi o grande objetivo da Lei n. 9.457/97. Com efeito, a sua manutenção no texto legal poderia dificultar a alienação de controle por empresas estatais. Agora, com a Lei n. 10.303/01, a mesma ideia ressurgiu, porém de maneira mitigada, no art. 254-A⁹.

A questão do pagamento do *prêmio de controle* nas alienações de blocos de ações com voto de emissão de companhias abertas é hoje uma das mais aventadas reivindicações de grupos de investidores qualificados, no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

Diversas operações de alienação de controle indireto e de reorganização societária entre companhias independentes (principalmente operações de incorporação de companhia e incorporação de ações) com mudanças no bloco de controle de tais companhias, foram objeto de reclamação por grupos acionários perante a Comissão de Valores Mobiliários. E é desse problema que trata esta opinião.

Tendo a CVM reafirmado que o conceito expresso no art. 254-A pressupõe efetiva operação de alienação de controle - i.e., aquisição derivada - em que é determinante a negociação e fixação de um preço para as ações votantes objeto da operação, não há que se falar em OPA decorrente de operação de incorporação de sociedade.

Um dado histórico relevante, que bem ilustra a questão, remete à inserção do § 3º no art. 223 da Lei 6.404/1976 pela Lei 9.457/1997.

Como se sabe, tal regra determina que, se a operação de incorporação envolver companhia aberta, a sucessora deve ser também uma companhia aberta ou, então, deve ser promovido seu registro de companhia aberta no prazo de 120 dias, sob pena de se reconhecer o direito de retirada dos acionistas minoritários.

Qual a lógica?

Se houver uma incorporação de uma sociedade por outra, sendo que a incorporada é uma companhia aberta e a incorporadora não o é, os minoritários da incorporada serão levados para a incorporadora. A incorporada vai se extinguir. E o minoritário tem o direito de continuar a negociar suas ações no mercado. Por conseguinte, a incorporadora, se não for companhia aberta, tem que se registrar dessa forma e, se não o fizer, o minoritário pode exercer o direito de retirada.

Antes da edição da Lei 9.457/1997, discutia-se se esse minoritário da companhia aberta incorporada teria direito a receber uma OPA, caso a incorporadora não promovesse seu registro de companhia aberta. A insegurança jurídica prevalecia, tanto para as companhias, quanto para os acionistas, em razão da ausência de previsão legal.

Com efeito, fundando-se nos mesmos propósitos acima comentados, a Lei 9.457/1997 resolveu a controvérsia, dispondo que, nesses casos, incidiria o direito de retirada e, dessa forma, afastando a OPA. E por qual razão?

⁹ LIMA, Osmar Brina Corrêa. *Sociedade anônima*. 3. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2005. p. 276-277.

Muito simples: a OPA é elemento de grave limitação à liquidez das ações do bloco de controle de companhia aberta, por impor significativo ônus ao candidato à sua aquisição. Pior, ao elevar demasiadamente o custo de compra das ações, acaba por inviabilizá-la em certos casos, em razão do desincentivo que, naturalmente, influencia a decisão do investidor.

Por consequência, vedando-se o acesso ao mercado de capitais ao acionista a que se refere o art. 223, § 3º, da Lei 6.404/1976, resta-lhe o exercício da retirada e o reembolso do valor de suas ações, rompendo-se com a analogia ao chamado “fechamento de capital”, que, nos termos da Instrução CVM 361, ensejaria OPA por cancelamento de registro de companhia aberta.

O que se pretende salientar, nesta opinião, é que não se pode admitir incidência de OPA em hipóteses que não expressamente previstas em lei, por força de seu alto custo negocial. Não se trata de negligenciar o direito do minoritário, mas sim de conferir razoabilidade ao sistema de “freios e contrapesos” estabelecidos pela Lei 6.404/1976, a fim de se chegar ao equilíbrio de forças nas relações acionárias.

Em conclusão, confira-se o resumo dos argumentos acima expostos:

- (i) o direito de retirada consubstancia-se em salvaguarda do acionista minoritário, diante de uma mudança estrutural da companhia, incluindo-se sua incorporação em outra (salvo nas hipóteses de liquidez e diluição da ação, conforme previsto no art. 137, II, da Lei 6.404/1976);
- (ii) a OPA por alienação de controle consiste em grave ônus à ação, por conta da elevação dos custos negociais, reduzindo de modo significativo sua liquidez e mitigando a valorização do prêmio de controle, como muito bem exposto por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira;
- (iii) por serem restritivas de direitos, as normas sobre OPA não podem admitir interpretação extensiva ou ser aplicadas, por analogia, em outras circunstâncias nas quais se opõem as expectativas de minoritários e de controladores;
- (iv) se, na operação de incorporação de sociedade, os acionistas da incorporadora não ostentam o direito de retirada, muito menos podem se arvorar no direito de receber uma OPA por alienação de controle, pois sequer estão enquadrados em uma das hipóteses de tutela do minoritário.