



Centro Universitário de Brasília – UniCEUB  
Faculdade de Ciência Jurídicas e Sociais – FAJS  
Curso de Bacharelado em Direito

**KÁSSIA RÚBIA SANTOS GUIMARÃES COSME**

**DISPERSÃO ACIONÁRIA – DA (IM)PRESCINDIBILIDADE DE OFERTA PÚBLICA  
DE AÇÕES NA ALIENAÇÃO DE PODER DE CONTROLE MINORITÁRIO.**

**BRASÍLIA  
2018**

**KÁSSIA RÚBIA SANTOS GUIMARÃES COSME**

**DISPERSÃO ACIONÁRIA – DA (IM)PRESCINDIBILIDADE DE OFERTA PÚBLICA  
DE AÇÕES NA ALIENAÇÃO DE PODER DE CONTROLE MINORITÁRIO.**

Monografia apresentada como requisito obrigatório para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais – FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).  
Orientador: Professor Edilson Enedino das Chagas

**BRASÍLIA  
2018**

**KÁSSIA RÚBIA SANTOS GUIMARÃES COSME**

**DISPERSÃO ACIONÁRIA – DA (IM)PRESCINDIBILIDADE DE OFERTA PÚBLICA  
DE AÇÕES NA ALIENAÇÃO DE PODER DE CONTROLE MINORITÁRIO.**

Monografia apresentada como requisito obrigatório para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais – FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador: Professor Edilson Enedino das Chagas

**BRASÍLIA, \_\_\_\_\_ DE \_\_\_\_\_ DE 2018.**

**BANCA AVALIADORA**

---

**Professor Orientador**

---

**Professor Examinador**

## RESUMO

O objetivo do trabalho é o estudo analítico da Oferta Pública de Ações (OPA) decorrente da alienação de controle, a qual está situada em um cenário de dispersão acionária ainda em desenvolvimento no mercado de propriedade de capital brasileiro e por isso ainda existem muitos debates conceituais que envolvem o tema. Um dos pontos de extrema relevância e que está diretamente relacionado com a problemática existente na obrigatoriedade ou não da Oferta Pública de Ações por alienação de controle minoritário é o próprio conceito de poder de controle e a sua identificação. A dificuldade está em entender qual é a definição de poder de controle aplicável para os casos da Oferta Pública de Ações obrigatória por alienação do controle. Sendo assim, o foco de análise são as diversas interpretações doutrinárias e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) acerca dos dispositivos previstos na Lei das Sociedades Anônimas de modo a aferir se ela admite ou não a existência de um poder de controle minoritário, e caso seja admitido, até que ponto o conceito deste poder de controle meramente de fato é aplicável aos casos de obrigatoriedade da Oferta Pública de Ações decorrentes da alienação do poder de controle previsto no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.

**Palavras-chave:** OPA. Oferta Pública de Aquisição de Ações. Acionista Minoritário. Poder de Controle. Alienação. *Tag Along*.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	5
<b>1 REGIME JURÍDICO DE PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO</b> .....	8
<b>1.1 Princípios protecionistas aos acionistas minoritários</b> .....	8
1.1.1 <i>Igualdade</i> .....	8
1.1.2 <i>Legalidade</i> .....	9
1.1.3 <i>Livre iniciativa</i> .....	10
1.1.4 <i>Autonomia da vontade</i> .....	11
1.1.5 <i>Proteção ao minoritários</i> .....	12
<b>1.2 A expansão do sistema de propriedade de capital relativamente pulverizado nas companhias de capital aberto brasileiras</b> .....	13
<b>2 A PROBLEMÁTICA DIANTE DO ATUAL CENÁRIO DE DISPERSÃO ACIONÁRIA E A LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS</b> .....	20
<b>2.1 O poder de controle – Majoritário e minoritário</b> .....	20
<b>2.2 Mecanismos de transferência do poder de controle interno das Sociedades Anônimas de capital aberto</b> .....	22
<b>2.3 A problemática do reconhecimento do poder de controle minoritário pela Lei das Sociedades Anônimas</b> .....	24
<b>2.4 A problemática do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas e o poder de controle minoritário</b> .....	29
<b>3 A DIVERGÊNCIA: (IM)PRESCINDIBILIDADE DA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE MINORITÁRIO</b> .....	37
<b>3.1 Estudo de caso – Entendimento da CVM</b> .....	37
<b>3.2 O caso TIM – Processo CVM nº RJ-2009/1956</b> .....	39
<b>CONCLUSÃO</b> .....	46
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	48

## INTRODUÇÃO

O objetivo da pesquisa é analisar o fenômeno de recente desenvolvimento no Brasil, denominado dispersão acionária da propriedade de capital nas sociedades anônimas de capital aberto. As sociedades anônimas também são conhecidas como companhias ou sociedades de capital. Diante da análise do desdobramento histórico da pulverização acionária brasileira, o foco será lançado sobre a problemática que se refere à necessidade de adaptação da Lei das Sociedades Anônimas aos fenômenos contemporâneos das sociedades de capital, de maneira que o cerne do presente estudo é o surgimento do poder de controle minoritário decorrente da dispersão acionária.

Ocorre que, estando inserido dentro da atual realidade no regime das sociedades anônimas brasileiras, mesmo que de forma inicial, o poder de controle minoritário gera dissídios doutrinários e jurisprudenciais no que diz respeito à interpretação da aplicabilidade obrigatória da Oferta Pública por Ações por alienação de controle.

Como veremos adiante, para muitos estudiosos da área, a Oferta Pública de Ações é obrigatória em qualquer caso de alienação do poder de controle da companhia – inclusive o minoritário –, em contrapartida, para outros, a obrigatoriedade da OPA apenas se faz necessária quando da transferência do poder de controle majoritário.

Através de uma análise panorâmica geral, no cenário global da atual realidade do poder de controle das sociedades anônimas, existem dois polos conceituais distintos e contrapostos no que diz respeito à propriedade de capital. São eles, de um lado o poder de controle majoritário e do outro poder de controle minoritário.

O poder de controle majoritário era o predominante nas sociedades anônimas brasileiras até o ano de 2000, quando houve o advento do Novo Mercado da BMF&FBOVESPA, o qual impulsionou à abertura de capital de diversas companhias anteriormente de capital fechado e implementou um modelo de governança corporativa extremamente diferenciado, exigindo um alto nível de transparência e

reforçando, através do seu regulamento, a igualdade entre os sócios. O segmento de listagem do Novo Mercado reforçou um ambiente de concorrência por capitais entre as companhias, tendo em vista que aquelas que voluntariamente se submetiam ao referido segmento se tornavam mais atrativas aos investidores, devido a uma maior proteção que a regulamentação se preocupou em assentar sobre eles e, por corolário, conseguiam arrecadar mais recursos para os seus projetos e desenvolvimento de suas atividades.

Como base conceitual clássica, a companhia de controle majoritário é aquela caracterizada por possuir um acionista ou um grupo de acionistas que detém 50% mais uma ação com direito à voto, de forma que possuem consigo o poderio de eleger os administradores da sociedade de capital e orientar a direção negocial da sociedade incontestavelmente. Após a realidade da pulverização do capital passaram a pensar este controle majoritário de diversas formas, as quais veremos adiante de maneira adequada.

Por outro lado, o poder de controle minoritário é aquele presente em uma companhia de propriedade de capital pulverizado, na qual não existe um acionista ou um grupo de acionistas que possuem a maioria de capital votante. O que se pode notar nestes casos é a existência de um poder de controle exercido por um acionista ou um grupo de acionistas que não detém 50% mais uma ação com direito à voto, mas tendo em vista a dispersão acionária, é possível exercer o comando da gestão da sociedade.

Por fim, diante do contexto apresentado, a Lei de número 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas –, em seu artigo 254-A, estabelece que nos casos de alienação do poder de controle, deve ser realizada a Oferta Pública de Ações – também denominada de OPA obrigatória ou *Tag Along* –, no entanto, a falta de clareza na legislação faz com que a doutrina e a jurisprudência se dividam com relação a definição do poder de controle aplicável ao caso, gerando, conseqüentemente, outra divergência interpretativa relativa ao conceito de controle previsto no artigo 116 da referida lei.

Posto isso, o presente trabalho possui o objetivo expor as divergentes posições adotadas quanto ao tema, diante da doutrina e da jurisprudência, e como

estão sendo solucionados os conflitos referentes à transferência de controle minoritário no cenário brasileiro atual.



# 1 REGIME JURÍDICO DE PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO

## 1.1 Princípios protecionistas aos acionistas minoritários

O atual estudo, o qual possui como objeto de pesquisa e análise os posicionamentos doutrinários e jurisprudenciais acerca da obrigatoriedade ou não da Oferta Pública de Ações nos casos específicos de transferência de poder de controle minoritário, está extremamente embasado nos pilares principiológicos do direito constitucional e do direito empresarial, os quais serão explanados de forma a facilitar a compreensão introdutória e contextual do foco do estudo.

Inicialmente, partindo de princípios mais genéricos e por isso, mais amplos, que servem de orientação para todos os diferentes ramos do ordenamento jurídico brasileiro, é cabível destacar os princípios constitucionais da igualdade, da legalidade e da livre iniciativa, visando uma mais ampla abordagem do tema.

### 1.1.1 Igualdade

O princípio da igualdade, previsto no inciso I, artigo 5º da Constituição Federal de 1988, assegura em seu caput que “todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade [...]” e, em seguida, reafirma a igualdade no inciso I, prevendo que “homens e mulheres são iguais em direitos e obrigações, nos termos desta Constituição”.

O mencionado princípio é visto sobre dois enfoques distintos, o da classificação do princípio da igualdade formal e o princípio da igualdade material ou substancial. No que concerne a visão formal, este determina que todos os indivíduos são iguais perante a lei, de forma que não há preocupação com a efetiva disponibilização de meios ou recursos materiais que propiciem iguais oportunidades de acesso a bens ou interesses próprios<sup>1</sup>. De outro lado, ao tratar da igualdade

---

<sup>1</sup> PACCELLI JÚNIOR, André. **Curso de Direito Constitucional**. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 233.

material, se está versando sobre o conceito de isonomia. A igualdade material é aquela que postula um tratamento justo a todos, de modo a compensar as desigualdades existentes na sociedade.

De acordo com Luciana Amicucci Campanelli, a igualdade substancial é aquela que visa o tratamento igualitário aos indivíduos quanto ao ser (origem, natureza), contudo, sem desconsiderar a existência de diferenças quanto ao modo de ser (inteligência, cultura).<sup>2</sup> Ou ainda, em outras palavras, é tratar igualmente os iguais e desigualmente os desiguais na medida de suas desigualdades.

O princípio da igualdade importa para a presente problemática em análise porque esta estará sempre circulando ao redor dos acionistas minoritários, com e sem poder de controle, de forma que é possível visualizar a existência de uma parte mais fraca na relação entre o sócio controlador e os demais sócios. O princípio da isonomia se aplica exatamente no seu conceito de tratamento desigual aos desiguais, de forma a equilibrar uma relação de poder e ausência de poder de gerência da companhia, estabelecendo meios protetionistas aos menos favorecidos.

### *1.1.2 Legalidade*

Outro princípio que possui vínculo com a temática em análise é o da legalidade, previsto no inciso II, artigo 5º da Magna Carta, o qual prevê que “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”.

O princípio da legalidade esteve presente em todas as demais Constituições do Brasil, salvo na de 1937, e traz consigo uma premissa liberal, segundo a qual há a determinação de que a lei é garantia da coexistência de direitos e liberdades na sociedade.

Para melhor compreensão do conceito da legalidade, tem-se como esclarecedor o que se foi postulado no artigo 4º da Declaração de Direitos de 1789, que previu que “a liberdade consiste em poder fazer tudo o que não prejudica ao outro. O exercício dos direitos naturais de cada homem não tem mais limites que os que

---

<sup>2</sup> CAMPANELLI, Luciana Amucci. **Poderes instrutórios do juiz e a isonomia processual**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2006. p. 44.

asseguram a outros membros da sociedade o gozo desses mesmos direitos. Esses limites somente podem ser estabelecidos pela lei”.

O princípio da legalidade, na concepção moderna, traduz-se como sendo o direito pertencente a cada indivíduo de não se submeter senão à lei. Consiste em um mecanismo protecionista das liberdades individuais<sup>3</sup>. Ainda, no âmbito da esfera privada, vê-se o princípio da legalidade como um mecanismo permissor aos particulares de praticar tudo o que a lei não proíbe, operando como garantia libertária.<sup>4</sup>

### 1.1.3 Livre iniciativa

Por conseguinte, outro pilar associado ao tema em questão é o princípio da livre iniciativa. Está previsto no artigo 1º, inciso IV, o qual prevê que “a República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: IV – os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa”. Além do referido dispositivo, também encontra base legal no artigo 170, caput e parágrafo único do Texto, o qual postula:

“Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na **livre iniciativa**, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

Parágrafo único. **É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica**, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”. (Grifo do autor)

De acordo com José Afonso da Silva, esse princípio constitucional envolve a liberdade conferida aos indivíduos para desenvolver a atividade empresária e a liberdade de contrato<sup>5</sup>, ou seja, possui como escopo central garantir o livre exercício de qualquer atividade econômica, desde que não seja ilícita e desde que não haja.

Com uma destinação muito similar aos princípios da legalidade e da livre iniciativa já citados, cabe também mencionar relevante explicação de André Ramos

<sup>3</sup> MENDES, Gilmar Ferreira. **Curso de Direito Constitucional**. 9 ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 837.

<sup>4</sup> PACCELLI JÚNIOR, André. **Curso de Direito Constitucional**. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 236.

<sup>5</sup> SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 17 ed. São Paulo: Malheiros, 2000. p. 767.

Tavares sobre o princípio constitucional que postula a liberdade em seus diversos aspectos, mas sob a ótica do direito empresarial. Leia-se:

“É certo que a atividade empresarial clama, constitucionalmente falando, por todas as liberdades constitucionais. Ilustrativamente, é possível inferir que, sem a liberdade de circulação e locomoção de pessoas, a atividade empresarial seria extremamente custosa e muito diversa daquela praticada atualmente, porque basicamente dependeria de autorizações ou salvo-condutos emitidos pelo Estado; já sem a liberdade de circulação de mercadorias lícitas, a atividade empresarial seria simplesmente inviável ou subordinada a interesses estatais diversos da mentalidade e racionalidade empresarial. Da mesma forma, sem liberdade de expressão e comunicação, questões centrais para as empresas, como propaganda e marketing, desenvolvimento de marcas etc., novamente o modelo de empresa que teríamos seria substancialmente diverso, muito próximo do modelo de um regime comunista, em cuja base está uma certa desdiferenciação das empresas existentes, focado, ainda, na centralização das decisões sobre produção. O empreendedorismo – dimensão, por vezes, de forte caráter coletivo e de soma de esforços – seria inviável sem liberdade de associação, organização coletiva e reunião, sem liberdade de contratar e sem liberdade de trabalhar e de escolher livremente a própria profissão e atividade econômica”.<sup>6</sup>

#### 1.1.4 Autonomia da vontade

Como corolário do princípio da legalidade, da liberdade e da livre iniciativa, sendo estes de grande abrangência, subsiste o princípio da autonomia da vontade. Todos interligados à temática de estudo da mesma forma, como veremos adiante ao tratarmos da *tag along*, sendo este um direito pertencente ao acionista minoritário de retirar-se da companhia nos casos de alienação do poder de controle.

O princípio da autonomia da vontade, fundamental ao direito dos contratos, transfere sua importância ao direito empresarial no tocante ao contrato de participação acionária. Como definição hábil a compreensão contextualizada ao tema, o referido princípio consiste no poder pertencente aos particulares para que possam autorregular os seus interesses, é a liberdade de autogovernar-se na esfera jurídica. De acordo com Carlos Roberto Gonçalves o princípio da autonomia da

---

<sup>6</sup> TAVARES, André Ramos. **Direito Constitucional da Empresa**. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 30.

vontade realiza-se nos direitos subjetivos e na possibilidade de celebração de negócios jurídicos.<sup>7</sup>

#### *1.1.5 Proteção ao minoritários*

Por fim, cabe agora tratar de um dos princípios mais importantes que se relaciona à temática em questão. O princípio da proteção aos acionistas minoritários. É importante, antes mesmo de especificamente conceituar o princípio, apresentar algumas explicações e posições doutrinárias a respeito do conceito de minoria e maioria.

Conceitualmente, sabe-se que acionistas são todos aqueles, pessoa física ou pessoa jurídica, proprietários de ações. Também reconhecidos como sócios da companhia. Os acionistas de uma sociedade de capitais, por assim o ser, estão encarregados de deveres e responsabilidades, dentre os quais, o de pagar o preço das ações que subscreveram.

Waldirio Bulgarelli traz em sua obra uma interessante e adequada conceituação sobre a diferença entre maioria e minoria. Segundo o autor tal classificação é realizada com base na relação quantitativa de poder, o que não necessariamente tem relação com a quantidade de ações ou de pessoas. Desse modo, a maioria seria aquela detentora do poder e, em contrapartida, a minoria seria formada por pessoas afastadas do poder, no entanto, não obrigatoriamente composta por um número inferior de acionistas. A minoria pode ser conceituada, em um cenário de dispersão acionária, como sendo a maioria desorganizada.<sup>8</sup>

Tais definições serão analisadas com mais profundidade posteriormente. Basta, para o momento, o entendimento exposto acima.

Diante da tensão sempre existente entre maioria e minoria e visando estabelecer um equilíbrio nessa relação, existe o princípio da proteção aos acionistas minoritários, segundo o qual motivou a criação de dispositivos na Lei das Sociedades

---

<sup>7</sup> GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro: contratos e atos unilaterais**. v. 3. 13 ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 41.

<sup>8</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 33.

Anônimas, com o intuito de resguardar os direitos dos acionistas que se encontram em posição minoritária na tomada de decisões frente à companhia.

Os direitos direcionados aos acionistas em posição de minoria visam protegê-los contra qualquer violação ou artifício utilizado pela maioria com o intuito de prejudicar os seus interesses. Doutrinadores, como mesmo Bulgarelli, tende a compreensão de que tais direitos são mecanismos de limitação do poder da maioria, de forma a preservar os direitos fundamentais das minorias.

O princípio da proteção aos acionistas minoritários se relaciona ao tema da obrigatoriedade ou não da Oferta Pública de Ações nos casos de alienação do poder de controle minoritário no sentido de se analisar a efetividade da proteção aos minoritários em casos de dispersão acionária, onde a tutela da minoria converte-se em tutela da maioria dos acionistas, tendo em vista que o indivíduo ou o grupo sob controle da sociedade possui apenas uma minoria ou uma pequena porcentagem das ações.

Por fim, cabe comentar que diversos outros princípios poderiam ser analisados e contextualizados dentro do contexto do estudo, no entanto, foram postos os que se relacionam com mais intimidade ao tema. Sendo possível, de agora em diante, no decorrer da leitura do presente trabalho, fazer menções aos citados princípios ou mesmo recordá-los em cada momento de leitura feita a diante.

## **1.2 A expansão do sistema de propriedade de capital relativamente pulverizado nas companhias de capital aberto brasileiras**

Através de uma visão mais ampla referente ao sistema de propriedade de capital, é importante trazer à estudo uma noção preliminar em nível global. De acordo com os ensinamentos de Eduardo Secchi Munhos, depois da Segunda Guerra Mundial e com o advento da globalização estudiosos puderam observar mudanças estruturais da propriedade da capital em diversos países, sendo que o primeiro impacto notável foi nos Estados Unidos, no Japão e na Europa Ocidental, países esses que assumiram papel de destaque nesse primeiro momento de mudança do sistema de propriedade de capital. Nesse período foi possível constatar uma ampliação das atividades econômicas a nível mundial e, como corolário, houve uma

integração entre os sistemas societários estruturais das sociedades anônimas, os quais passaram a possuir semelhanças em suas características jurídicas básicas, quais sejam, a criação de uma personalidade jurídica com responsabilidade limitada, a livre circulação do capital, a administração de tais empresas por órgãos investidos dessa competência e a propriedade das ações por investidores.<sup>9</sup>

A despeito dessa análise, Munhoz revela que foi possível vislumbrar em meados do século XX uma dicotomia entre os sistemas atinentes a propriedade de capital a nível mundial. De acordo com o autor, essa polarização da estrutura da propriedade de capital, se dividia entre o sistema propriedade de capital disperso e o sistema de propriedade de capital concentrado. O sistema de dispersão acionária possui como características marcantes a presença de um mercado de valores mobiliários desenvolvido e ativo, que disciplina a disputa pelo poder de controle, com alto nível de governança corporativa – o que significa haver rígidos padrões de ampla divulgação e transparência de informações – e existência de fiscalização do papel exercido pelos administradores. No polo oposto, o sistema de concentração acionária se caracteriza pela existência de um acionista controlador – seja este um indivíduo ou um grupo de pessoas físicas ou jurídicas –, pela presença de um mercado de capitais pouco desenvolvido e pouco ativo nas relações societárias.<sup>10</sup>

Dentro desse contexto, a doutrina vem tradicionalmente classificando a estrutura da propriedade de capital no Brasil como sendo extremamente concentrada e, de acordo com Erik Frederico Oioli, o estímulo à referida concentração foi uma das premissas do legislador ao editar a Lei das Sociedades Anônimas de 1976. A outra premissa foi a de fortalecer o mercado de capitais.<sup>11</sup> De acordo com os ensinamentos do autor, o incentivo à concentração acionária ocorreu da seguinte maneira:

“A LSA introduziu regras favoráveis à formação de grupos de empresas, de fato e de direito (artigos 265 e seguintes), e se estruturou em torno do poder de controle. Assim, referida lei define quem é o acionista controlador (artigos 116, 243, §2º e 265, §1º) e fixa a soberania da assembleia geral (artigos 121 e 122) – em que a vontade

---

<sup>9</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 71.

<sup>10</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 72.

<sup>11</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 53.

do controlador é manifestada diretamente –, atribui deveres e responsabilidades (artigos 116, parágrafo único, artigo 117 e 246) e cria instrumentos legais para assegurar o efetivo poder do acionista controlador. O primeiro deles é o acordo de acionistas, cuja amplitude e efetividade foram posteriormente ainda mais reforçadas pela reforma da LSA pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. A lei ainda assegura a preponderância dos representantes do acionista controlador no Conselho Fiscal e nos órgãos de administração (posteriormente ainda mais reforçada pela introdução do §7º no artigo 141 pela Lei nº 10.303/01). Por fim, a vontade original dos autores do anteprojeto de lei que deu origem à LSA era assegurar ao acionista controlador o prêmio pela alienação de controle, como contrapartida, inclusive, pelos deveres e responsabilidades a ele atribuídos, o que então era uma das grandes novidades introduzidas pela lei”.<sup>12</sup>

Ainda de acordo com Oioli, a criação de diversificados mecanismos incentivadores da concentração do poder de controle tem origem histórica no desenvolvimento econômico brasileiro, o qual se organiza em torno do poder econômico desde o período colonial.<sup>13</sup> Para Eduardo Secchi Munhoz essa característica está relacionada à influência do modo de produção escravista que predominou no Brasil até o ano de 1888.<sup>14</sup>

No Brasil do início do século XIX, sob os moldes do modo de produção escravista, aduz Eduardo Secchi Munhoz que “o trabalho, a união de esforços para lograr benefícios comuns eram valores não apenas ignorados pela sociedade brasileira, mas havidos como humilhantes.”<sup>15</sup> Na realidade de uma sociedade na qual o alto escalão valorizava as atividades intelectuais e as artes, não havia presente no Brasil uma predominância de valores individualistas e voltados para a livre iniciativa, ao revés, era predominante o domínio econômico do Estado, este altamente intervencionista.<sup>16</sup>

---

<sup>12</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 53-54.

<sup>13</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 54.

<sup>14</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 81.

<sup>15</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 84.

<sup>16</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 85.



Com a abolição da escravidão, no ano de 1888, a política econômica brasileira era ainda ditada pelo Estado, mas conforme os interesses da classe econômica dominante à época, que eram os grandes fazendeiros de café. Posteriormente, com o fim da crise mundial de 1929 e com a ascensão de Getúlio Vargas à presidência da República em 1930, o Estado passou a diminuir em grau o seu intervencionismo econômico, momento no qual teve início um período de fomento à industrialização. De acordo com Munhoz “os barões do café deram lugar a uma oligarquia empresarial, que manteve forte influência sobre o Estado.”<sup>17</sup> Nesse contexto, a empresa possuía apenas dois caminhos como meio de auferir capital, através de recursos próprios ou na busca por financiamento estatal. No entanto, para esta última ocorrer, seria necessária uma boa relação com o poder político.

Diante da apresentação desse cenário de desenvolvimento econômico brasileiro muito bem exposto por Eduardo Secchi Munhoz, era possível vislumbrar no Brasil um ambiente de baixa competitividade e a inexistência de mecanismos privados como fonte de financiamento para as atividades empresariais. O sistema de propriedade de capitais era caracterizado como concentrado, havendo um amplo domínio do controlador sobre a empresa e, conseqüentemente, existia uma alta possibilidade, que se podia ver na prática, do controlador extrair benefícios privados através do exercício do seu próprio controle.<sup>18</sup>

Contudo, nas circunstanciais atuais é possível constatar uma mudança com relação a realidade exposta e a existência de uma transição quanto ao sistema de propriedade de capital no Brasil, do sistema concretado para o relativamente disperso ou pulverizado.

É importante a menção que faz Munhoz referente a Lei das Sociedades Anônimas no sentido de que esta, mesmo tendo sido estruturada de forma a propiciar uma concentração acionária, também foi idealizada de maneira a tornar viável a autorregulação por entidades do mercado de capital.

---

<sup>17</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 86.

<sup>18</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 87.

Tendo em vista o universo dos autores estudados para a elaboração do presente trabalho, foi possível identificar que é majoritária a doutrina que se posiciona no sentido de concordar que desenvolvimento do mercado de capitais e a dispersão acionária no Brasil é fenômeno recente que grande mérito dessa evolução pertence ao seguimento do Novo Mercado da BM&BOVESPA criado em dezembro de 2000.

Importa dispor que a Bolsa de São Paulo, além da criação do Novo Mercado, criou também outros seguimentos de aderência voluntária visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, cada seguimento se adequa para uma empresa em suas situações específicas, são eles: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.<sup>19</sup> Em todos os referidos seguimentos há a exigência de alto nível de governança corporativa, visando estabelecer incentivo e a valorização das sociedades de capital.

Antes de entender o funcionamento do seguimento do Novo Mercado e como este influenciou a dispersão da propriedade de capital, é relevante entender em que consiste a prática de governança corporativa. A governança corporativa é um conjunto de práticas e de relacionamentos entre os acionistas, o Conselho de Administração, a Diretoria, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal que visam otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital.<sup>20</sup> Em suma, é uma forma que visa tornar a companhia mais atrativa aos investidores através da transparência de informações, da integridade da própria companhia, da prestação de contas desta para com os seus sócios e da responsabilidade corporativa. Essa linha de governança corporativa exige um respeito aos interesses dos acionistas minoritários de forma que, em seu conjunto, por fim, torna a sociedade anônima mais confiável.

No Novo Mercado é onde se situa, dentre todos os seguimentos da BM&FBOVESPA, o mais elevado nível de governança corporativa. Possui como umas das regras que o capital social da companhia seja composto apenas por ações ordinárias – com direito a voto –, exige um percentual mínimo de ações em circulação de 25% ou 15% e que haja a extensão para todos os acionistas das mesmas

---

<sup>19</sup>BOVESPA. Ações de segmentos de listagem. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)>. Acesso em: 17 maio 2018.

<sup>20</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Teoria Geral e Direito Societário**. v.1. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 426.

condições obtidas pelos controladores quando da alienação do controle da companhia (tag along).

Sendo assim, os controladores de companhias brasileiras puderam visualizar na entrada ao Novo Mercado uma condição que se tornaria necessária para obtenção de financiamentos e recursos para expansão dos seus negócios, conseqüentemente, uma oportunidade para captação de lucros mais elevados do que os benefícios privados de controle.<sup>21</sup>

Ensina Munhoz que, mesmo sem nenhuma dúvida de que o Novo Mercado foi grande personagem para o início da dispersão acionária no Brasil, não é possível imaginar que teria sido apenas ele o responsável pelo acontecimento. São dois os pressupostos influenciadores do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o pressuposto econômico e o pressuposto jurídico, sendo assim entendidos como:

- “(i) no **campo econômico**, foi a abertura financeira e comercial do país, as privatizações, a estabilidade macroeconômica, o início de um novo ciclo de crescimento, a presença de um mercado financeiro internacional marcado pela liquidez de recursos e pelos fluxos de capital em nível global;
- (ii) **no jurídico**, a criação do Novo Mercado, que estabeleceu um conjunto mínimo de regras visto pelos investidores internacionais e brasileiros como suficiente para prover proteção adequada a seus investidores”.<sup>22</sup> (Grifo do autor)

Posicionamento diverso dos apresentados possui Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, segundo o qual entende que a dispersão acionária brasileira é fato que ocorre praticamente com exclusividade nas companhias inseridas no Novo Mercado, sendo que 65 delas não possui um acionista controlador com mais da metade do capital social. Por outro lado, no segmento tradicional, há ainda a presença da concentração acionária, sendo que os acionistas controladores possuem, em média, 65,50% das ações com direito a voto.<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 95.

<sup>22</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 94-95.

<sup>23</sup> CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Controle gerencial – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 112.

Por fim, Rodrigo Rocha, baseando-se no estudo realizado por Erica Gorga, pelo qual foi possível concluir que, levando em consideração as companhias inseridas no Novo Mercado, 30, 76% delas não possuem controle majoritário, no entanto possuem acionistas que, reunidos em bloco de controle, são detentores de mais de 50% das ações. Por conclusão, de acordo com o doutrinador, mesmo que o Novo Mercado se mostre afastado do padrão da concentração da propriedade de capital, ainda assim ele não logrou sucesso com relação a dispersão acionária.

Por conclusão, é possível aferir que no Brasil coexistem duas modalidades distintas de propriedade de capital, a modalidade que consiste no sistema de propriedade de capital concentrado e a modalidade do sistema de propriedade de capital disperso, no entanto, aquela ainda é a predominante na nossa realidade.

Vislumbra-se, portanto, uma fase de desenvolvimento e de amadurecimento da pulverização do capital e, conjuntamente, do mercado de capital brasileiro. No entanto, também cabe problematizar as questões e peculiaridades que vêm surgindo no processo de desenvolvimento da dispersão acionária motivadas pela falta de adaptação da regulação formal.

## 2 A PROBLEMÁTICA DIANTE DO ATUAL CENÁRIO DE DISPERSÃO ACIONÁRIA E A LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

### 2.1 O poder de controle – Majoritário e minoritário

A palavra controle, de acordo com os estudos sobre a evolução semântica de Fábio Konder Comparato e de Calixto Salomão Filho, possui diversos significados, tais como vigilância, verificação, fiscalização, ato ou poder de dominar, de controlar de guiar ou restringir. Apesar disso, mais do que saber os diversos significados de controle, importa entender qual o conceito aderido e utilizado pela nossa legislação. A definição que melhor se encaixa na interpretação da legislação brasileira é a de que controle significa dominação e, em alguns poucos casos, significa também disciplina ou regulação.<sup>24</sup>

Distintamente de como são organizados os demais tipos societários, nos casos das sociedades anônimas o legislador distinguiu os poderes-funções essenciais para o seu funcionamento e os destinou para órgãos específicos, sendo que tais órgãos inextinguíveis e inconfundíveis. O poder-função de decisão é assegurado à assembleia-geral, o poder-função de administrar é assegurado à diretoria e o poder-função de fiscalizar é assegurado ao conselho fiscal.<sup>25</sup>

Apesar da distinção de função de cada órgão e da impossibilidade de suprimir qualquer um deles, esses órgãos não estão posicionados no mesmo nível, mas há uma organização hierárquica. A assembleia-geral, de acordo com a obra de Comparato e de Salomão Filho, é o órgão primário que investe os demais órgãos, tendo o poder de eleger os seus membros e de demiti-los. Transcrevem os autores:

“Cada um desses órgãos básicos é dotado de poder próprio, eles não se colocam no mesmo nível, mas organizam-se hierarquicamente. No modelo legal, é, incontestavelmente, a assembleia-gera o órgão primário, ou imediato, que investe os demais, elegendo os seus membros e podendo demiti-los (Lei nº 6.404, art. 122, II). Nesse sentido estritamente jurídico, nem sempre coincidente com a realidade econômica, ela é, sem dúvida, o poder supremo da companhia, como diz o Código das Obrigações suíço (art. 698), ou o órgão supremo,

---

<sup>24</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 25.

<sup>25</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 26.

como preferiu declarar a Lei Geral mexicana de sociedades mercantis (art. 178)".<sup>26</sup>

Por fim, ainda no que tange o significado de controle, existe parte doutrinária que relaciona o referido poder à noção de soberania dentro das sociedades anônimas, isso porque é possível vislumbrar um poder de dominação que transcende as prerrogativas legais da própria assembleia.<sup>27</sup>

Com o decorrer dos anos tornou-se possível ainda a visualização de um poder de controle das sociedades dissociado da propriedade das ações, o qual passa a ser exercido pela administração da companhia e é denominado de controle gerencial, isso ocorreu como consequência da dispersão acionária e do absenteísmo dos acionistas. Nesse sentido, a dispersão dos acionistas permitiu com que um grupo reduzido de pessoas, em união, passasse a controlar a companhia. À vista disso, a problemática da proteção às minorias foi convertida em proteção às maiorias.<sup>28</sup>

Diante do aspecto conceitual de minoria e maioria e de acionistas minoritários e acionistas controladores, Bulgarelli traz em sua obra o entendimento de que a palavra minoria não carrega consigo apenas o significado quantitativo, mas traz na realidade uma relação quantitativa de poder, fato este que não está relacionado ao número de pessoas obrigatoriamente. Nesse sentido, afirma o autor que:

“Maioria é, sob tal aspecto, o controlador – o que de fato controla e dirige a sociedade – e minoria, os que por várias razões (absenteísmo, minifúndio de ações ou coesão do grupo controlador ou outros motivos), estão afastados do poder, dentro da sociedade”.<sup>29</sup>

Nesse contexto, a minoria é definida como sendo o acionista ou o conjunto de acionistas que, em reunião da assembleia-geral, detém uma participação acionária que é inferior àquela que detém um grupo oposto. Por conseguinte, estes acionistas possuem, enquanto minoria, determinados direitos protecionistas que têm como escopo salvaguarda-los contra qualquer violação ou manobra da maioria tendente a

<sup>26</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 26-27.

<sup>27</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 27.

<sup>28</sup> BULGARELLI, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 31.

<sup>29</sup> BULGARELLI, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 33.

prejudicar os seus interesses, um desses direitos é a realização da Oferta Pública de Ações (OPA).<sup>30</sup> O surgimento desses direitos foi motivado por ocorrer, na prática, um abuso do poder da maioria controladora, necessitando de uma tutela à minoria.

## **2.2 Mecanismos de transferência do poder de controle interno das Sociedades Anônimas de capital aberto**

O cenário de dispersão acionária ou de pulverização das ações interfere no modo de legislar e de aplicar as normas já existentes no tocante às formas de transferência do poder de controle interno de uma companhia. Nesse sentido, é de suma importância dar destaque para o estudo das três modalidades de aquisição do controle interno de uma companhia, estudo este que ajudará na compreensão da aplicabilidade e conceito da Oferta Pública de Ações.

Ensina Erik Frederico Oioli em sua obra que existem três modalidades de aquisição do controle de uma companhia de capital aberto, são elas: (i) a aquisição privada ou cessão privada de controle, prevista no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas; (ii) a escalada acionária, e (iii) a oferta pública de aquisição de controle, também denominada de OPA hostil, voluntária ou a priori, prevista no artigo 257 e seguintes da Lei das Sociedades Anônimas.<sup>31</sup>

A aquisição privada ou cessão privada de controle tem sua essência no sistema de propriedade de capital concentrado, ou seja, nos casos em que o acionista controlador possui mais da metade das ações com direito à voto da companhia. Neste caso o negócio jurídico é realizado de forma onerosa entre um acionista controlador e um terceiro adquirente do controle, exigindo-se, portanto, uma prévia negociação entre as partes, de forma a estabelecerem contratualmente o valor das ações e a quantidade objeto da alienação. Essa modalidade de cessão privada de controle tem como vantagem o fator de revestir o adquirente da certeza de que será alcançado o controle da companhia. No entanto, o benefício da certeza encarece a negociação privada de cessão de controle, vez que, normalmente, o alienante exige do adquirente

---

<sup>30</sup> BULGARELLI, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 40.

<sup>31</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas – Coleração IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 80.

um prêmio de controle (ágil) e há a obrigatoriedade da realização de Oferta Pública de Ações (OPA) a posteriori direcionada aos acionistas não-controladores proprietários de ações com direito à voto da mesma classe e espécie das alienadas pelo controlador.<sup>32</sup> Sendo assim, em suma, de acordo com o artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, nos casos de cessão privada de controle há a obrigatoriedade da OPA a posteriori em decorrência da alienação de controle, a qual visa garantir aos demais acionistas não-controladores a participação no prêmio de controle e o direito de saída da companhia (*tag along*).

A outra modalidade de aquisição do poder de controle interno de uma companhia é a denominada escalada acionária, por meio da qual a aquisição do controle se dá devido a aquisições sucessivas de ações em bolsa de valores até o momento em que o adquirente das ações alcance percentual do capital social com direito a voto suficiente que lhe garanta o poder de controle. Neste caso não há que se falar em prévia negociação com um acionista controlador, mas na verdade há um cenário de dispersão acionária com alta liquidez que garante o processamento dessas operações.<sup>33</sup>

É notável na modalidade em questão que não há que se falar em obrigatoriedade de oferta pública de ações, em pagamento de prêmio de controle e em direito conferido aos demais acionistas minoritários de retirar-se da companhia. Em contrapartida, pode se tornar demasiadamente onerosa e levar um longo espaço de tempo para se efetivar.<sup>34</sup>

Por fim, a última forma de aquisição do poder de controle interno de uma Sociedade Anônima é através de uma Oferta Pública de Ações (OPA) voluntária ou OPA *a priori*, conhecida também como oferta pública de tomada hostil de controle. De acordo com Oioli:

---

<sup>32</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas – Coleração IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 81.

<sup>33</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas – Coleração IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 81.

<sup>34</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas – Coleração IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 81.



“A OPA é a forma pela qual uma pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, voluntariamente propõe, utilizando-se de qualquer meio de publicidade ou esforço de aquisição, aos acionistas de uma companhia ou aos acionistas de determinada classe ou espécie de ações, a aquisição das respectivas ações em montante tal que lhe assegure o poder de controle da companhia objeto da oferta. É uma forma de aquisição típica de mercados com grande dispersão acionária e liquidez”.<sup>35</sup>

Essa modalidade está prevista no artigo 257 da Lei das Sociedades Anônimas e “tal modalidade de tomada de controle só será eficiente se inexistir controle majoritário efetivamente exercido”<sup>36</sup>. O objeto imediato dessa modalidade de tomada de controle é a aquisição de ações, no entanto, o objeto mediato é a aquisição do poder de controle da companhia-alvo.

Como mecanismo de diferenciação entre a OPA voluntária e a escalada acionária, a Instrução da CVM nº 361 de 2002 determina como requisito para caracterização da OPA voluntária a efetuação desta fora da bolsa de valores e de mercado de balcão (artigo 2º, §5º).<sup>37</sup>

Enfim, a OPA voluntária ou a priori não possui a necessidade de negociação prévia do adquirente com o alienante do controle, vez que não há um. Neste caso utiliza-se para a atratividade da oferta um valor superior à cotação das referidas ações em bolsa de valores.<sup>38</sup>

### **2.3 A problemática do reconhecimento do poder de controle minoritário pela Lei das Sociedades Anônimas**

A Oferta Pública de Ações (OPA) decorrente da alienação de controle está situada em um cenário de dispersão acionária ainda em desenvolvimento no mercado de propriedade de capital brasileiro e por isso ainda existem muitos debates

---

<sup>35</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas – Coleração IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 82.

<sup>36</sup> PRADO, Roberta. **Oferta pública de ações, obrigatória nas S.A.: Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin: Fundação Getúlio Vargas, 2005. p. 69.

<sup>37</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas – Coleração IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 82.

<sup>38</sup> OIOLI, Erik Frederico. **Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas – Coleração IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 82.

conceituais que envolvem o tema. Um dos pontos de extrema relevância e que está diretamente relacionado com a problemática existente na obrigatoriedade ou não da Oferta Pública de Ações por alienação de controle minoritário é o próprio conceito de poder de controle e a sua identificação.

A dificuldade está em entender qual é a definição de poder de controle aplicável para os casos da Oferta Pública de Ações obrigatória por alienação do controle. Sendo assim, o estudo central do capítulo é analisar as diversas interpretações doutrinárias acerca dos dispositivos previstos na Lei das Sociedades Anônimas de modo a aferir se ela admite ou não a existência de um poder de controle minoritário, e caso seja admitido, far-se-á uma verificação de quais são os critérios para a identificação de uma modalidade de poder de controle que tem a sua existência essencialmente de fato.

De início, seguindo a ideia exposta por Eduardo Secchi Munhoz, é importante distinguir dois elementos trazidos pela Lei das Sociedades Anônimas, quais sejam, a definição do poder de controle como uma situação fática regulada pelos artigos 116 e 243, §2º da Lei das Sociedade Anônimas e o conceito de ações pertencentes ao bloco de controle, as quais estão suscetíveis ao negócio jurídico de alienação regulado no artigo 254-A da mesma lei. Nesse sentido, separa-se:

- “(i) Conceito de controle como poder, situação de fato – Artigos 116 e 243, §2º da Lei das Sociedades Anônimas.
- (ii) Conceito de bloco de ações de controle, passível de ser objeto de alienação – Artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas”.

Ensina Munhoz que o poder de controle é um *fato jurídico*, de forma que a legislação atribui à existência deste fato certos efeitos, quais sejam, um regime especial de deveres e responsabilidades que objetivam proteger os interesses da Sociedade Anônimas e dos seus sócios. Em contrapartida, o bloco de ações de controle é um *objeto de direito*, o qual está previsto no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, o qual traz em seu texto a obrigatoriedade da Oferta Pública

de Ações nos casos de alienação do controle acionário com o objetivo de resguardar o princípio igualitário entre os acionistas não-controladores da companhia.<sup>39</sup>

A dúvida que recai sobre o tema e que gera diversidade interpretativa na doutrina e na jurisprudência diz respeito ao previsto no artigo 254-A da LSA no sentido deste determinar, ou não, a incidência da OPA obrigatória nos casos de alienação de ações integrantes do bloco de controle minoritário.

De acordo com Calixto Salomão Filho, a realidade brasileira de extrema concentração acionária quando da criação da Lei das Sociedades Anônimas de 1976 influenciou a regulamentação do sistema de repartição de poderes no próprio modelo concentracionista, em outras palavras, houve uma preocupação em regulamentar a realidade existente no momento.<sup>40</sup> Nesse sentido, a Lei das Sociedades Anônimas focou na divisão entre acionista controlador e os demais acionistas não-controladores.<sup>41</sup>

Aos acionistas controladores incidiu o poder-dever de gerir a empresa e as atividades empresariais, enquanto aos acionistas não-controladores recaiu a função externa ao empreendimento empresarial.

Nessa perspectiva, em se tratando dos acionistas controladores, o poder de controle ao qual estão revestidos ocasiona em um regime de deveres e de responsabilidades especial. Explica Eduardo Secchi Munhoz que:

“O acionista controlador consubstancia autêntico órgão da companhia brasileira, correspondendo a uma terceira instância de poder, além da administração e da assembleia geral. O acionista controlador é situado no ápice da estrutura de governança corporativa, possuindo deveres fiduciários para com os demais acionistas e devendo observar a função social de seu poder-dever perante os stakeholders e a comunidade em que atua, como está expresso no artigo 116, parágrafo único, da Lei das S.A. O descumprimento desses deveres fiduciários ou da função social, que legitima o seu poder, caracteriza exercício abusivo do poder de controle (arts. 117 e 246, da Lei das

---

<sup>39</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 302.

<sup>40</sup> SALOMÃO FILHOS, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 99.

<sup>41</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 302.

S.A.), ensejando a responsabilidade de seu titular pelos danos causados e, eventualmente, a ineficácia dos atos praticados”.<sup>42</sup>

É nesse contexto que se torna possível afirmar que o sistema jurídico brasileiro elegeu com clareza a existência de um controlador, o qual, em decorrência da posição que ocupa na companhia, tem a necessidade de ser conceituado para a atribuição dos efeitos previsto na lei. Em outras palavras, a conceituação de um acionista controlador tem como escopo o de limitar e de fiscalizar a atuação de quem de fato detém o domínio da companhia, de tal sorte que seja passível a imputação de um conteúdo mínimo de obrigações e um conjunto de responsabilidades e deveres. Assim, preveem os artigos 116 e 243, §2º da Lei das Sociedades Anônimas o conceito de acionista controlador. Leia-se:

“Art. 116. Entende-se por **acionista controlador** a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da 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.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

“Art. 243, §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>43</sup> (Grifo do autor)

Veja-se que o artigo 116 trata de acionista controlador, enquanto o artigo 243, §2º trata de sociedade controladora, no entanto, em ambos os casos há um núcleo comum de definição, qual seja, o fato de ser necessário para a configuração de controlador a titularidade de direitos de sócio que lhe confere, de modo permanente dois fatores:

“(i) preponderância nas deliberações da assembleia-geral; e

<sup>42</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 303.

<sup>43</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 5 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)> Acesso em: 28 set. 2018.

(ii) o poder de eleger a maioria dos administradores”.

É através da leitura atenta desses dispositivos que parte da doutrina entende que, por não haver referência à titularidade de um mínimo de ações, não se pode inferir que apenas seria considerado controlador aquele acionista detentor de mais da metade do capital votante. De acordo ainda com Munhoz, a Lei das Sociedades Anônimas definiu como controlador aquele tem o controle de fato, de modo que o poder se extrai da situação de preponderância nas deliberações sociais e no momento de eleição de maior parte dos administradores.<sup>44</sup>

O caráter de permanência do controle descrito na Lei se adequa muito ao sentido de ser ele estável, ou seja, não pode configurar uma situação de prevalência esporádica ou eventual, mas apresentar uma continuidade. Por consequência, vale ressaltar que um poder de controle estável não significa um poder de controle eterno e imune a qualquer ameaça, como afirma Munhoz, de modo que, por conclusão, afirma o autor que, a caracterização do poder de controle exige-se uma estabilidade, mas não uma imutabilidade.<sup>45</sup>

Entende Calixto Salomão Filhos no mesmo sentido que Munhoz, de modo que, segundo o autor, a Lei das Sociedades Anônimas adota a existência de um poder de controle minoritário como um princípio dentro do total do capital social da companhia, vez que, de acordo com o artigo 15, §2º da Lei das Sociedades Anônimas é admitida a emissão de até 50% do capital social da companhia em ações sem direito à voto – ações preferenciais.<sup>46</sup>

Por conclusão, uma vez interpretada a Lei das Sociedades Anônimas no sentido de que a mesma reconhece a existência de um poder de controle minoritário de forma implícita, adiante caberá analisar se o conceito de controle previsto no artigo 116 já mencionado encaixa-se com a previsão de obrigatoriedade de OPA nos casos

---

<sup>44</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 304.

<sup>45</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 305.

<sup>46</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 68.

de alienação do poder de controle previsto no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.

#### **2.4 A problemática do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas e o poder de controle minoritário**

A questão que será levantada e analisada agora se trata do dissídio doutrinário sobre a incidência, ou não, da Oferta Pública de Ações obrigatória prevista no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas nos casos de alienação do poder de controle minoritário. Nesse sentido, se deve ter em mente o que foi abordado no tópico anterior, ou seja, entender que o conceito de poder de controle previsto no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas possui controvérsia interpretativa sobre o reconhecimento ou não do poder de controle minoritário, no entanto, como já explicitado, a doutrina predominante entende por haver um reconhecimento implícito da existência de um poder minoritário, sendo este aquele controle de fato.

O foco central do estudo é compreender os diversos posicionamentos doutrinários, quais sejam, de um lado há doutrina que entende por ser aplicável o conceito de poder de controle previsto no artigo 116 a obrigatoriedade da OPA por alienação do controle previsto no artigo 254-A e, de outro lado, há doutrina que entende que os dois artigos são independentes entre si e que, o conceito de poder de controle determinado pelo artigo 116 apenas tem o escopo de identificar o acionista controlador para conferir-lhe direitos e deveres e imputar-lhe responsabilidades, enquanto o artigo 254-A disciplina a alienação de ações pertencentes ao bloco de controle que conferem ao seu titular o poder de controle, sendo que neste caso a obrigatoriedade da OPA só seria reconhecida quando da alienação de mais da metade das ações com direito à voto.<sup>47</sup> Nesse sentido, serão apresentados os diversos entendimentos doutrinários em sequência.

Os artigos 116 e 243, §2º da Lei das Sociedades Anônimas estabelecem a definição de controle como poder. A análise que precisa ser feita diz respeito à relação entre o conceito de poder de controle previsto nos referidos artigos e o conceito da alienação de controle previsto no artigo 254-A, também da Lei das Sociedades

---

<sup>47</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 304.

Anônimas, ou seja, consiste em verificar até que ponto o conceito dos artigos 116 e 243, §2º é aplicável dentro do contexto do artigo 254-A.

Para uma melhor compreensão do assunto tratado é importante a releitura dos dois dispositivos previsto na Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76):

“Art. 116. Entende-se por **acionista controlador** a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da 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”. (Grifo do autor)  
 Art. 243, §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>48</sup> (Grifo do autor)

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

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

§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.<sup>49</sup> (Grifo do autor)

<sup>48</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 5 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)> Acesso em: 28 set. 2018.

<sup>49</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 5 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)> Acesso em: 28 set. 2018.

De acordo com Roberta Nioc Prado, o poder de controle minoritário também é conhecido como poder de fato, pois não há uma situação de direito como nos casos da existência de um poder de controle majoritário, uma vez que neste caso está assegurado ao controlador a efetividade e permanência do poder de mando na companhia, sem que seja possível a existência de controvérsia.<sup>50</sup>

Sendo totalmente diverso o conceito de controle, far-se-á análise dos posicionamentos doutrinários. De acordo com Comparato, mesmo que o exercício do controle seja apenas momentâneo já estaria caracterizada a existência de um poder de controle e o acionista controlador para aplicação do artigo 117 da Lei das Sociedades Anônimas, podendo, dessa forma, aplicar o regime de deveres e responsabilidades. O posicionamento do mencionado doutrinador torna possível a compreensão de que aquele controlador temporário que praticar atos prejudiciais à companhia ou aos demais acionistas poderá ser responsabilizado por tais atos praticados durante o exercício do controle. Esse posicionamento tem base no fato de que o artigo 117, §1º prevê atos pontuais e de duração determinada.<sup>51</sup> Importa analisar o disposto no referido artigo:

“Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São **modalidades de exercício abusivo de poder**:

- a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;
- b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;
- d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;
- e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto,

<sup>50</sup> PRADO, Nioc Roberta. **Oferta Pública de Ações obrigatória nas S.A.: Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin: Fundação Getúlio Vargas, 2005. p. 366.

<sup>51</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 70.



- promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral;
- f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;
- g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.
- h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia”.<sup>52</sup> (Grifo do autor)

Para a caracterização do acionista controlador, de acordo com Comparato e Salomão Filho, basta o preenchimento do requisito previsto na alínea “a” do artigo 116. A alínea “b” do mesmo artigo se refere ao requisito de caracterização do poder de controle minoritário, qual seja, o efetivo exercício do poder. Nada obstante, a maior parte da doutrina possui posicionamento diverso, entendendo que para a caracterização do acionista controlador é necessária a presença de ambos requisitos, tanto o da alínea “a”, quanto o da alínea “b”.<sup>53</sup>

Ainda de acordo com a obra dos referidos autores, no que tange à Oferta Pública de Ações, foi estabelecido o entendimento de que o controle deve ser algo bem definido, de modo que a sua estabilidade, caracterizada pela titularidade da maioria das ações com direito à voto, corresponda à um elemento essencial. Em outras palavras, a Oferta Pública de Ações seria obrigatória apenas nos casos de alienação de poder de controle majoritário, por ser este controle estável e consolidado.<sup>54</sup>

Segundo Modesto Carvalhosa o controle minoritário sequer existe no direito societário brasileiro. O artigo 116 se restringe a definir o controle fundamentado na maioria absoluta do capital votante, de forma que esta propriedade acionária

---

<sup>52</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 5 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)> Acesso em: 26 set. 2018.

<sup>53</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 67.

<sup>54</sup> COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 72.

majoritária permite que a companhia seja dirigida permanentemente e autonomamente de forma incontestável.<sup>55</sup>

De acordo com Nelson Eiziriki, o conceito de poder de controle previsto no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas existe para a identificação do acionista controlar de forma a possibilitar imputar-lhe os deveres e responsabilidades. Dessa forma, o conceito previsto no artigo 116 não se aplica para os casos de alienação do poder de controle previsto no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. Declara o doutrinador que:

“Não se pode confundir a titularidade do controle acionário, que pressupõe a propriedade de ações representativas de mais de metade do capital votante, com o seu mero exercício, o qual pode decorrer de circunstâncias fáticas relacionadas à estrutura acionária da companhia”.<sup>56</sup>

Em suma, Eiziriki entende que a identificação daquele que exerceu o poder de controle no momento em que foi praticado o ato lesivo já basta para que o controlador de fato responda pelos danos causados.

Divergentemente do posicionamento exposto acima, Erik Frederico Oioli entende não ser coerente a interpretação no sentido de que a lei se utilizaria de dois conceitos distintos de poder de controle, um para imputação de responsabilidade e outro para fins de aplicação da Oferta Pública de Ações. De acordo com o autor o conceito de controle é único, sendo assim, ele “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>57</sup>

Dessa forma, o entendimento é o de que o conceito de poder de controle previsto no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas é o utilizado para os casos de

---

<sup>55</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 2. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

<sup>56</sup> EIZIRIK, Nelson. **Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública**. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 186.

<sup>57</sup> OIROLI, Erik Frederico. In: Temas de direito societário e empresarial contemporâneos: liberamicorum: Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França / Coordenação de Marcelo Vieira Von Adamek; Alcides Tomasetti Jr. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 322.

alienação do poder de controle previsto no artigo 254-A, de forma a tornar exigível a realização da Oferta Pública de Ações obrigatória.

Roberta Nioac Prado segue o mesmo posicionamento de Oioli. De acordo com a autora aquele que aliena o controle deve ser o mesmo que possui o controle de fato da companhia. Assim, o entendimento é o de que a obrigatoriedade da Oferta Pública de Ações existirá mesmo quando existir transferência de menos da metade das ações com direito à voto, bastando que fique comprovado a efetividade do exercício de poder de controle minoritário.<sup>58</sup>

A indagação que circula entre a temática e que se deve tentar responder diz respeito a como definir características capazes de identificar um poder de controle que é essencialmente de fato, ou seja, quais seriam os elementos presentes no poder de controle minoritário que tornariam possível a sua identificação para os casos de exigibilidade da Oferta Pública de Ações nas alienações desse controle.

Um dos requisitos de identificação do poder de controle minoritário ou de fato é permanência desse controle. Essa permanência se refere à uma continuidade no domínio da gestão da companhia que reflete na presença da maioria dos votos na assembleia-geral e na eleição dos membros de cada um dos órgãos da companhia.

A Resolução nº 401 do Conselho Monetário Nacional estabelecia, como solução para identificação do poder de controle minoritário, que este estaria caracterizado nos casos de exercício permanente do poder de controle a partir da consecução, por três vezes seguidas, da maioria dos votos nas Assembleias-Gerais. No entanto, essa resolução foi revogada.<sup>59</sup>

Neste contexto, diante da extrema dificuldade de estabelecer delimitações para identificação e caracterização do poder de controle minoritário diversos

---

<sup>58</sup> PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: Tag along**. São Paulo: Quartier Latin: Fundação Getúlio Vargas, 2005. p. 132.

<sup>59</sup> RESOLUÇÃO Nº 401 DO CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. 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 Assembleias Gerais da companhia. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&data=1976&numero=401>>. Acesso em: 02 out. 2018.

doutrinados preferem optar pelo seguimento de restrição da aplicação da Oferta Pública de Ações apenas para os casos do exercício do poder de controle majoritário.

De acordo com Eizirik, a Oferta Pública de Ações só é exigível nos casos de alienação do poder de controle majoritário, tendo em vista que neste caso é possível assegurar ao titular das ações, de forma incontroversa, o exercício do poder de controle.<sup>60</sup>

Assim, fica demonstrado que o entendimento com relação à aplicação da Oferta Pública de Ações nos casos de alienação do poder de controle minoritário não é pacífico. Ainda de acordo com Oioli, o que deve ser analisado no momento da alienação do poder de controle é o animus do adquirente de gerir a companhia. Para Roberta Nioac Prado basta a comprovação do efetivo exercício do poder de controle minoritário para que seja obrigatória a realização da Oferta Pública de Ações quando da transferência de menos de 50% das ações com direito à voto. Ampliando a diversidade de interpretação sobre o tema, declara Roberta que, no mesmo sentido do raciocínio, também seria possível a não obrigatoriedade da Oferta Pública de Ações nos casos de alienação do controle majoritário caso a efetividade do controle não existisse.

Por fim, como é possível concluir da análise, existem duas perspectivas divergentes na doutrina com relação à aplicabilidade da Oferta Pública de Ações nos casos de alienação do controle de uma companhia de capital aberto. De um lado há o entendimento de que existem dois conceitos diversos de controle, um presente no artigo 116 e outro previsto no artigo 254-A, ambos da Lei de Sociedades Anônimas. O conceito do artigo 116 tem como escopo atribuir responsabilidade e deveres ao acionista controlador. O conceito de controle do artigo 254-A tem como objetivo a exigibilidade da Oferta Pública de Ações no caso de alienação do poder de controle, possuindo como requisito para tal obrigatoriedade o preenchimento do que prevê a alínea “a” do artigo 116 – exercício do poder de controle de forma permanente, ou seja, através da propriedade de mais da metade das ações votantes.

---

<sup>60</sup> EIZIRIK, Nelson. **Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública.** In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 186.

Em contrapartida, parte diversa da doutrina entende que o conceito de controle previsto no artigo 116 é o mesmo aplicável ao artigo 254-A, ou seja, é o mesmo utilizado para os casos de alienação do poder de controle. Nesse sentido, a caracterização do poder de controle é mais flexível, estendendo-se para os casos do controle minoritário identificados na análise do caso concreto.<sup>61</sup>

---

<sup>61</sup> MORI, Larissa Kawano. **Da concentração para a dispersão acionária no Brasil: Transferência de controle minoritário e a (in)adequação da oferta pública de ações (tag along)**. 2013. 68 f. Trabalho de conclusão de curso (Monografia) – Curso de Direito. Universidade de Brasília – UnB, Brasília, 2013. Disponível em: <[http://bdm.unb.br/bitstream/10483/5882/1/2013\\_LarissaKawanoMori.pdf](http://bdm.unb.br/bitstream/10483/5882/1/2013_LarissaKawanoMori.pdf)> Acesso em: 25 ago. 2017.

### 3 A DIVERGÊNCIA: (IM)PRESCINDIBILIDADE DA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE MINORITÁRIO

#### 3.1 Estudo de caso – Entendimento da CVM

Antes de adentrar ao estudo do caso TIM, o qual é um dos mais simbólicos para representar a controvérsia doutrinária e jurisprudencial acerca da obrigatoriedade ou não da OPA por alienação do poder de controle minoritário, importa tratar da CVM e suas funções no mercado de capitais.

A CVM foi criada pela Lei nº 6.385/76 com o escopo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. Consiste em uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda com regime especial, possuindo personalidade jurídica própria, assim como patrimônio. De acordo com as exposições do próprio sítio oficial, a autarquia possui autoridade administrativa desvinculada, ou seja, não se subordina a nenhum outro órgão.

No que concerne a OPA por alienação de controle, o artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, em seus §§ 2º e 3º, estabelece a competência da CVM para autorizar uma alienação de controle fiscalizando o cumprimento dos requisitos e para criar normas referentes a OPA obrigatória. Leia-se:

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

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

§3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários **estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.**”<sup>62</sup>  
(Grifo do autor)

---

<sup>62</sup> BRASIL. Lei nº 6.404, de 5 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 01 out. 2018.

Nesse sentido, foi criada a Instrução nº 361 de 5 de março de 2002 com o intuito de regulamentar as ofertas públicas de aquisição de ações e, em seu artigo 29 e seguintes trata especificamente da oferta pública por alienação de controle.

Em retrospectiva ao ponto principal da análise da divergência, vale mencionar de forma sucinta no que consiste a divergências e quais são os argumentos doutrinários. Primeiramente, o conceito de acionista controlador previsto no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas inclui ou não a existência do poder de controle minoritário? De acordo com a doutrina majoritária, a Lei das Sociedades Anônimas reconhece de forma implícita o poder de controle minoritário, vez que não estabelece um quantum mínimo de ações que deve ser titular o controlador, mas admite que consiste em uma situação de fato, qual seja, o poder de prevalecer em decisões sociais e no momento de eleição da maioria dos administradores da companhia. Além disso, deve esse poder de fato deter a característica de permanência, ou seja, guardar de estabilidade. “O poder exige estabilidade, mas não imutabilidade”.<sup>63</sup>

Em um segundo momento, a discussão foco, por fim, aparece. O conceito de acionista controlador previsto no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas se aplica à obrigatoriedade da OPA nos casos de alienação do poder de controle minoritário previsto no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas? A divergência prospera. Para muitos o conceito de controlador previsto no artigo 116, o qual enseja estabelecer um conjunto de direito, deveres e responsabilidades, não guarda relação com a alienação de controle disciplinada o artigo 254-A. Na verdade, este artigo não traz consigo o conceito de poder de controle, mas define a alienação de ações da Sociedade Anônima que pode conferir ao seu titular a posição de controle.<sup>64</sup>

Nesse sentido, explica Eduardo Munhoz que “no art. 254-A está expresso que a alienação se caracteriza pela transferência onerosa de ‘ações integrantes do bloco de controle’, e não pela cessão de um poder”.<sup>65</sup> Sendo assim, não se está referindo aqui a qualquer ação, mas somente daqueles que tem a capacidade de garantir o

---

<sup>63</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 304.

<sup>64</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 307.

<sup>65</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 307.

exercício do poder de controle. Em suma, a doutrina que entende pela não obrigatoriedade da OPA por alienação do poder de controle minoritário argumenta que a OPA obrigatória prevista no artigo 254-A tem como pressuposto – objeto – a alienação de ações integrantes do bloco de controle e não o poder de controle em si.

<sup>66</sup> Ensina ainda Eduardo Munhoz:

“O objetivo do art. 254-A não é atribuir um regime especial de deveres e responsabilidade ao titular do poder, mas conferir aos acionistas não controladores tratamento igualitário nas operações de aquisição de controle acionário”.<sup>67</sup>

Em contrapartida, outra parcela da doutrina entende que não há que se falar em conceitos distintos de poder de controle nos artigos 116 e 254-A da Lei das Sociedades Anônimas e que, assim sendo, a obrigatoriedade da OPA prevista no artigo 254-A também é dirigida ao poder de controle minoritário. Nesse caso, admite-se que a oferta pública obrigatória pode decorrer da alienação de parte das ações integrantes do bloco de controle, de modo que o bloco de controle não precisa, necessariamente, representar a maioria das ações com direito à voto.<sup>68</sup> Isto posto, o que importa é que seja assegurado ao adquirente parte das ações que lhe confirmam o controle da ação.

Assim, após recordar o contexto da divergência, analisaremos o posicionamento da CVM no caso mais emblemático sobre o tema.

### **3.2 O caso TIM – Processo CVM nº RJ-2009/1956**

Para a compreensão do caso, cabe expor o contexto acionário da companhia Tim Participações, antes e depois da alienação do poder de controle indireto da mesma. A Tim Participações é uma Sociedade Anônima de capital aberto sediada no Brasil, sendo ela proprietária da totalidade do capital social da Tim Celular S.A. e da Tim Nordeste S.A.

---

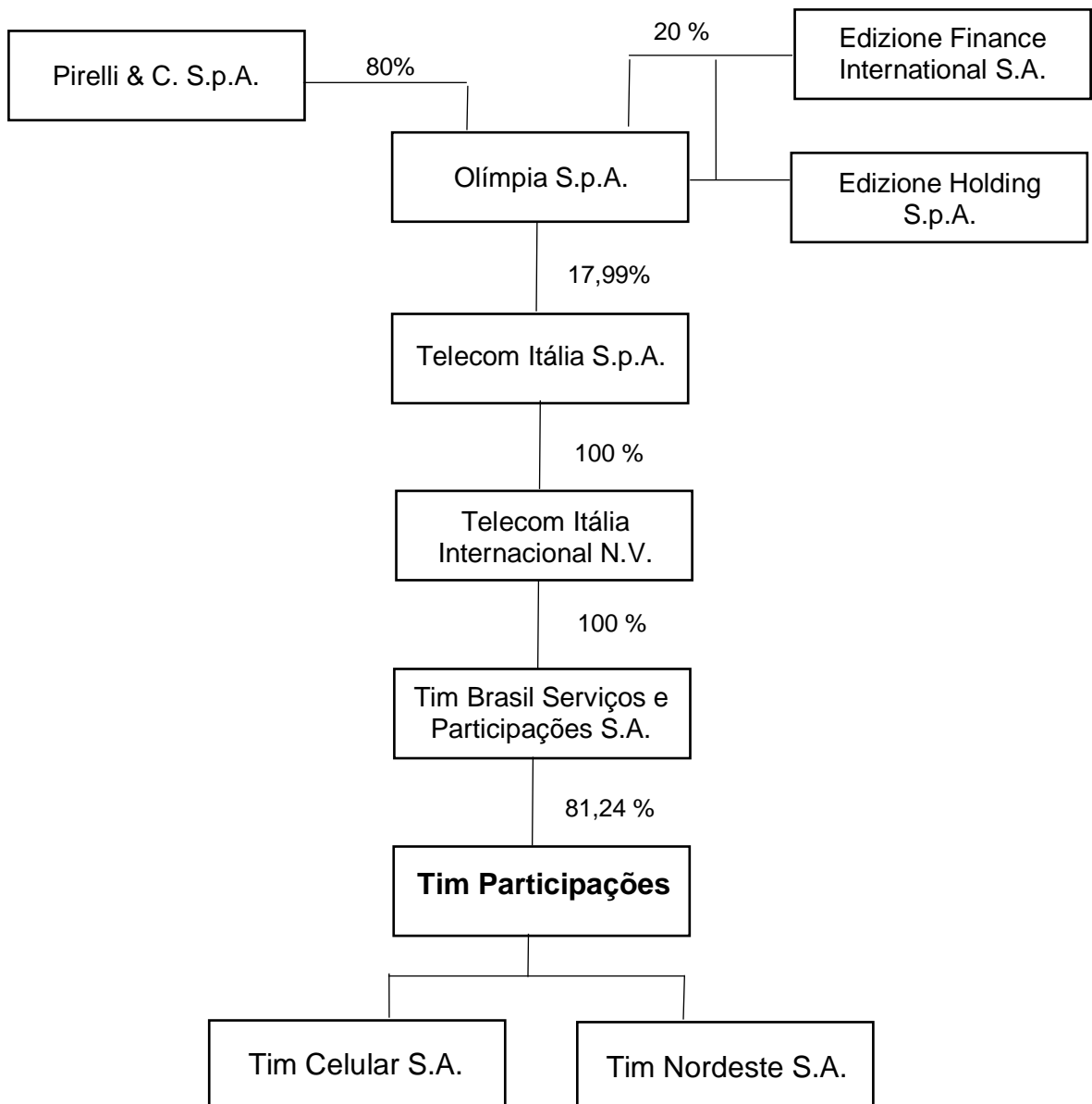
<sup>66</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 307.

<sup>67</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 307.

<sup>68</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 310.



A Tim Brasil Serviços e Participações S.A. é a controladora direta da Tim Participações, possuindo a titularidade de 81,24% das ações ordinárias ao tempo da operação de alienação do poder de controle indireto. Já a integralidade do capital social da Tim Brasil tem a sua titularidade nas mãos da Telecom Itália S.p.A. (Telecom Italia”. O quadro abaixo desenha o cenário acionário da Tim Participações em momento anterior à operação de alienação do controle

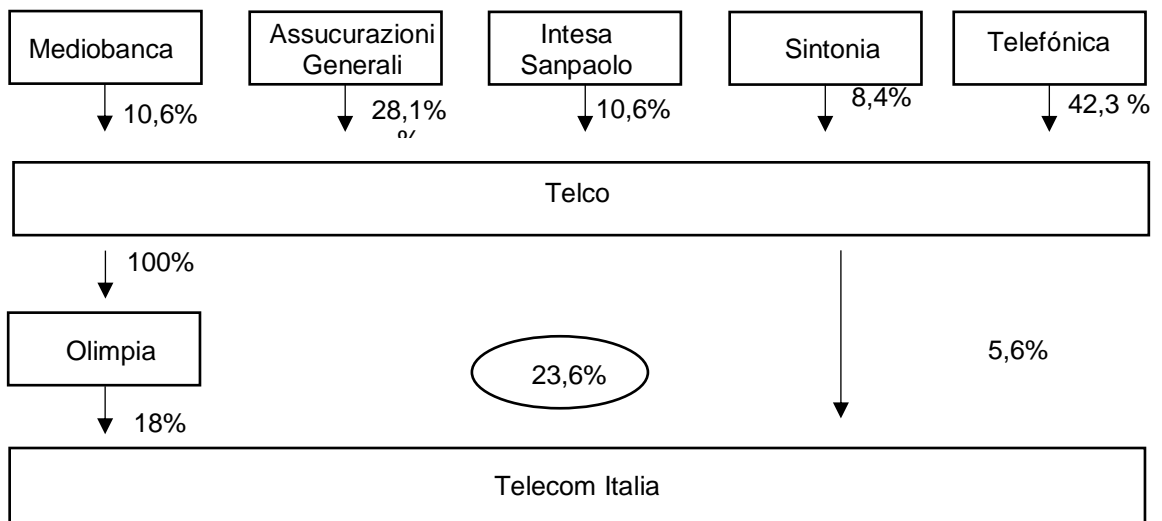


Nesse cenário, os acionistas não-controladores da Tim Participações se manifestaram diante da CVM pleiteando, com fundamento no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, que a Telco S.p.A. (Telco) fosse compelida a realizar a Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) direcionada às ações ordinárias – com direito à

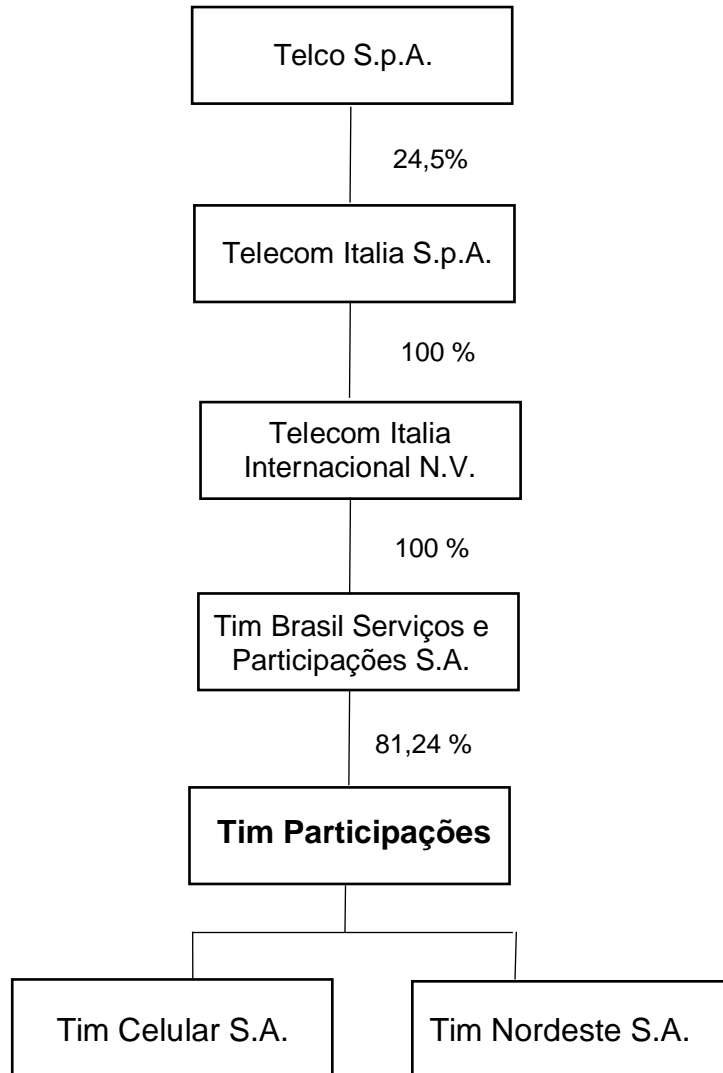
voto – emitidas pela Tim Participações, com o intuito de conferir aos acionistas minoritários o direito de vender as suas ações e retirar-se da companhia (*tag along*), sendo este o estopim do Caso Tim.

Ocorre que, antes da alienação do controle que originou no processo administrativo em questão, a empresa Olimpia S.p.A. era a controladora indireta da Tim Participações, sendo aquela uma sociedade com sede na Itália e proprietária de 17,99% do capital social com direito à voto da Telecom Italia. A Olimpia, por sua vez, tinha o seu capital social nas mãos da Pirelli & C S.p.A e outras duas empresas que formavam o Grupo Sintonia, possuindo, cada qual respectivamente, 80% e 20% do capital social com direito à voto da Olimpia.

Na data de 25 de outubro de 2007, o grupo de investidores formado pelas empresas Assicurazioni Generali S.p.A., Sintonia S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca S.p.A. e Telefónica S.A., representado pela Telco, adquiriu de forma integral o capital social da Olimpia através de um contrato entre a Pirlle e o Grupo Sintonia (Edizione Finance International S.A. e Edizione Holding S.p.A). O capital social da Telco após a celebração do contrato de compra e venda de ações com os acionistas da Olimpia, passou a ser de 100% do capital da Olimpia, a qual detinha 17,99% do capital da Telecom Italia e, a Telco já era detentora direta de 5,6% do capital da Telecom Italia, somando-se, portanto o capital adquirido com o que já possuía, a Telco passou a deter 23,6% das ações ordinárias da Telecom Italia, veja-se:



Em seguida, a Olimpia foi incorporada pela Telco e, na soma das ações que já detinha com as adquiridas em 20 de março de 2008, a Telco passou a ser detentora de 24,5% das ações da Telecom Itália. Veja-se como ficou configurada a situação acionária após a operação de alienação de controle da Olimpia para a Telco.



É ainda importante destacar que nas assembleias anteriores à operação, a Olimpia havia obtido a maioria dos votos nas efetuadas de 2004 a 2006, no entanto, na assembleia realizada no ano de 2007 não obteve êxito como maioria, atingido o quórum de 49,94% dos votos presentes.

Seguindo o cenário apresentado, os acionistas não-controladores da Tim Participações protocolizaram um requerimento na CVM, de forma a constatar que antes da realização da operação, a Olimpia, mesmo detendo apenas 17,99% das

ações ordinárias da Telecom Italia, exercia o controle de fato desta e, além disso, o controle indireto era realizado pela Pirelli, a qual era titular de 50% das ações ordinárias da Olimpia.

No processo foram discutidas duas questões centrais, quais sejam: (i) saber qual a legislação que deveria ser aplicada ao caso, uma vez que toda a operação se processou na Itália e (ii) decidir se a operação se caracteriza como alienação do poder de controle para a disciplina da OPA obrigatória prevista no art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.

Mesmo o primeiro assunto sendo secundário, interessante é comentar os votos dos diretores da CVM. No caso, a dúvida pairou devido a operação ter ocorrido na Itália, levantando questões ao Colegiado. O Diretor Relator Eliseu Martins, acompanhado pelos Diretores Marcos Pinto e Otavio Yazbek entenderam que a lei que deveria ser aplicada ao caso seria a brasileira, vez que Tim Participações possui sede no Brasil. O Diretor Eli Loria se posicionou no mesmo sentido, no entanto, justificando-se de modo diferente, para este o fato de a oferta pública ser definida pela legislação brasileira a torna aplicável ao caso, conforme prevê o artigo 9º da Lei de Introdução ao Código Civil. Contudo, em sentido oposto se posicionou a Presidente Maria Helena Santana, para a qual a legislação aplicável deveria ser a italiana, já que a discussão envolvia a análise do poder de controle de sociedade sediada naquele país, conforme prevê o artigo 11 da Lei de Introdução ao Código Civil.

Quanto ao secundo assunto, sendo ele a questão principal da análise, a discussão se fez com o intuito de decidir se a operação teria caracterizado alienação do poder de controle para a disciplina da OPA prevista no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas.

De acordo com o Diretor Eliseu Martins, relator do processo em questão, apesar de adotar o entendimento de que os artigos 116 e 254-A da Lei das Sociedades Anônimas adotam conceitos distintos de poder de controle, ou seja, o conceito de poder de controle minoritário reconhecido pelo artigo 116 não é aplicável ao caso de obrigatoriedade de OPA por alienação de controle prevista no 254-A, entende o Diretor-Relator que em “casos de alta dispersão acionária e forte absenteísmo, existe uma justa expectativa de que um acionista que tenha menos de 50% mais uma das

ações representativas do capital votante da companhia consiga vale sua vontade nas assembleias gerais”. Sendo assim, o Relator-Diretor defendeu a posição de ser aplicável ao caso a OPA obrigatória, uma vez que a Telco, na prática, obteve nas últimas assembleias (anos de 2004, 2005 e 2006) a maioria dos votos e, por mais que na assembleia de 2007 não tenha obtido a maioria dos votos, a mesma foi capaz de eleger a maioria dos administradores da companhia. O seu posicionamento foi adotado pelo Diretor Marcos Pinto.

Já o Diretor Otávio Yazbek se baseou parcialmente no parecer jurídico realizado por Nelson Eizirik, no qual adota também o entendimento de diferenciação dos conceitos definidos nos artigos 116 e 254-A. De acordo com o entendimento de Yazbek, o artigo 116 traz consigo um conceito de poder de controle meramente instrumental, o qual objetiva definir um conteúdo mínimo de obrigações o acionista controlador ou grupo de acionistas controladores e imputar responsabilidade para os mesmos. Utiliza-se ainda da exposição de motivos da Lei das Sociedades Anônimas para justificar a sua visão, leia-se:

“O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua”.<sup>69</sup>

Por conclusão, o Diretor entendeu pela não aplicabilidade da OPA prevista no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas no caso concreto, uma vez que não foi caracterizada a alienação do poder de controle, já que a Telco teve a necessidade de comprar diversas ações no mercado para reforçar a sua posição dominante. Ademais, acrescentou o Diretor que não descarta a possibilidade de aplicabilidade da obrigatoriedade da OPA obrigatória em casos futuros de alienação do poder de controle minoritário.

---

<sup>69</sup>CVM. PROCESSO nº RJ-2009/1956. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-1.pdf>>. Acesso em: 03 out. 2018.

Já a interpretação do Diretor Eli Loria foi conclusiva no sentido de que a OPA obrigatória prevista no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas não abarca a alienação do poder de controle minoritário em nenhuma hipótese, já que para o mesmo o poder de controle só assume o caráter de permanência nos casos de ser ele majoritário.

Por fim, o posicionamento Diretora-Presidente Maria Helena Santana obteve contraste de todos os outros, vez que para a mesma a lei aplicável ao caso seria a italiana e que, assim sendo, de acordo com a lei italiana, a obrigatoriedade da oferta pública só ocorre nos casos de alienação de mais de 30% das ações com direito à voto, por corolário, entende ser inadequada a OPA para o caso resolução do caso.

Dessa forma, é possível concluir da análise do Caso Tim que o tema sobre a obrigatoriedade de OPA nos casos de alienação do poder de controle minoritário não tem posicionamento definitivo, ao contrário, ainda encontra diversos entraves interpretativos que geram posicionamentos diversificados.

## CONCLUSÃO

A análise realizada, com o foco direcionado na aplicabilidade da oferta pública obrigatória nos casos de alienação de poder de controle minoritário, a qual está prevista no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, gerou como consequência o desdobramento de diversos outros estudos a respeito do poder de controle e do atual cenário do mercado de capitais no Brasil.

Como já apontado, o cenário de dispersão acionária no Brasil é evento recente e teve seu aumento presenciado com a criação do Novo Mercado, da BM&FBOVESPA, no ano de 2000. Em contexto global, existem dois modelos distintos de propriedade do capital, o qual também deve ser trazido para o Brasil. Existe o sistema de propriedade de capital concentrado e o sistema de propriedade de capital disperso. No primeiro podemos verificar companhias com acionistas controladores detentores de mais da metade do capital votante e, no segundo, visualiza-se a alta dispersão das ações no mercado de capitais, de modo que inexistente um acionista controlador detentor de mais da metade do capital votante.

Atualmente, no Brasil prevalece o sistema de propriedade de capital concentrado, no entanto, na listagem do Novo Mercado, o qual exige um alto nível de governança corporativa, o que se traduz em transparência de informações para com os acionistas, passou a aumentar a existência de companhias classificadas dentro da modalidade de dispersão acionária.

Com essa transição do mercado de propriedade concentrado para o mercado de propriedade de capital disperso no Brasil, diversos problemas vêm surgindo em decorrência dessa nova situação para a realidade brasileira e, é nesse seguimento que a esfera regulatória do mercado de poder de controle acionário precisa caminhar ao lado das mudanças que ocorrem no âmbito fático, de maneira que seja possível a proteção aos acionistas minoritários, evitando a prática do abuso de poder dos acionistas controladores.

Essa problemática macro pode ser vista pontualmente no tocante à obrigatoriedade ou não da OPA por alienação do controle minoritário, vez que se deve admitir a existência de uma transferência de poder de controle meramente fático, ou

seja, no qual não se vislumbra a transferência de 50% mais uma ação, contudo, diante da dispersão acionária, existe um controlador minoritário.

De acordo com o entendimento da doutrina majoritária, o poder de controle minoritário é reconhecido implicitamente pela Lei das Sociedades Anônimas no seu artigo 116, no entanto, muitos doutrinadores e juristas ainda distinguem a definição de controle prevista no artigo mencionado, com o conceito de controle aplicável para a existência de obrigatoriedade da OPA por alienação de controle prevista no artigo 254-A, também da Lei de Sociedades Anônimas. Para parte da doutrina, o artigo 116 define o conceito de controle com o objetivo de estabelecer direitos e obrigações e imputar responsabilidades ao controlador, enquanto o artigo 254-A entende como alienação de controle como sendo aquela que garante ao adquirente, de modo permanente, a maioria dos votos em Assembleia-Geral e a eleição da maioria dos administradores da companhia.

Quanto à visão doutrinária oposta, para esta é cabível a aplicabilidade da obrigatoriedade da OPA por alienação de controle prevista no artigo 254-A nos casos de alienação do poder de controle minoritário, tendo como base o conceito de poder de controle previsto no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas.

Por fim, com a leitura dos posicionamentos dos Diretores da CVM no Caso Tim, foi possível identificar essa divergência ainda pulsante no cenário do mercado de propriedade de capital brasileiro e, com isso, vem a justificativa para reafirmar a necessidade de um posicionamento normativo único que acompanhe a realidade fática afim de conferir segurança jurídica ao assunto.



## REFERÊNCIAS

- BOVESPA. Ações de segmentos de listagem. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)>. Acesso em: 17 maio 2018.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 5 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)> Acesso em: 28 set. 2018.
- BULGARELLI, Waldirio. Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.
- CAMPANELLI, Luciana Amucci. Poderes instrutórios do juiz e a isonomia processual. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2006.
- CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v. 2. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2011.
- CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. Controle gerencial – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- COMPARATO, Fábio Konder; FILHO Calixto Salomão. O poder de controle na sociedade anônima. 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.
- CVM PROCESSO nº RJ-2009/1956. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-1.pdf>>. Acesso em: 03 out. 2018.
- EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Luis André N. de Moura Azevedo. Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito civil brasileiro: contratos e atos unilaterais. v. 3. 13 ed. São Paulo: Saraiva, 2016.
- MENDES, Gilmar Ferreira. Curso de Direito Constitucional. 9 ed. São Paulo: Saraiva, 2014.
- MORI, Larissa Kawano. Da concentração para a dispersão acionária no Brasil: Transferência de controle minoritário e a (in)adequação da oferta pública de ações (tag along). 2013. 68 f. Trabalho de conclusão de curso (Monografia) – Curso de Direito. Universidade de Brasília – UnB, Brasília, 2013. Disponível em: <[http://bdm.unb.br/bitstream/10483/5882/1/2013\\_LarissaKawanoMori.pdf](http://bdm.unb.br/bitstream/10483/5882/1/2013_LarissaKawanoMori.pdf)> Acesso em: 25 ago. 2017.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2013.

OIOLI, Erik Frederico. Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

PACCELLI JÚNIOR, André. Curso de Direito Constitucional. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

PRADO, Roberta. Oferta pública de ações, obrigatória nas S.A.: Tag Along. São Paulo: Quartier Latin: Fundação Getúlio Vargas, 2005.

RESOLUÇÃO Nº 401 DO CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&data=1976&numero=401>>. Acesso em: 02 out. 2018.

SALOMÃO FILHOS, Calixto. O novo direito societário. São Paulo: Malheiros, 2011.

SILVA, José Afonso da. Curso de Direito Constitucional Positivo. 17 ed. São Paulo: Malheiros, 2000.

TAVARES, André Ramos. Direito Constitucional da Empresa. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

TOMAZETTE, Marlon. Curso de Direito Empresarial: Teoria Geral e Direito Societário. v.1. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2014.