

Relator: Diretor Sergio Weguelin

Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade

Acompanho o voto do Diretor Relator quanto às suas conclusões, no sentido de manter a decisão da área técnica que determinou a necessidade de elaboração e apresentação de laudo de avaliação da Indústrias Micheletto S.A. ("Companhia"), no bojo de Oferta Pública de Aquisição ("OPA") por alienação de controle, nos termos do art. 8º da Instrução CVM n° 361/02, e de entender que tal OPA não tem por destinatários os titulares de ações preferenciais de emissão da Companhia.

Entretanto, divirjo do entendimento manifestado pelo Diretor Relator de que a " *melhor interpretação*" do art. 254-A da Lei 6.404/76 seria no sentido de " *entender que as preferenciais com direito a voto, ainda que transitório, devem ser contempladas na OPA por alienação de controle* ", pelos motivos que passo a expor.

Como se sabe, no Projeto de Lei que resultou na Lei 6.404/76, só havia a obrigatoriedade de formulação de OPA em casos de alienação de controle daquelas sociedades dependentes de autorização governamental para funcionamento, na forma do art. 255.

Entretanto, com aprovação da Emenda n.º 26, de autoria do então Senador Otto Lehman, pelo Congresso Nacional, e a posterior sanção da Lei 6.404 pelo Presidente da República com o novo art. 254, o diploma legal passou a garantir igualdade de tratamento entre acionista controlador e acionista minoritário, no caso de alienação de controle de companhia aberta. Dizia a regra:

"Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários.

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

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

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

Com base no § 3º acima transcrito, o Conselho Monetário Nacional, em 22 de dezembro de 1976, por meio da Resolução CMN n.º 401, resolveu, entre outras coisas, que a " *alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer, nos termos desta Resolução, oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar tratamento igualitário ao do acionista controlador.*" (Item I da cita da Resolução, grifou-se)

Dessa forma, entendeu-se que quando a Lei 6.404/76, em seu art. 254, fizera menção aos "acionistas minoritários" como aqueles acionistas destinatários da OPA por alienação de controle de companhias abertas, referira-se aos acionistas titulares de ações com direito a voto. A imensa maioria da doutrina (talvez com a única exceção de Modesto Carvalhosa⁽¹⁾), aplaudiu tal entendimento, que colheu também apoio jurisprudencial⁽²⁾, como se vê dos breves trechos abaixo transcritos:

Fábio Konder Comparato

"O projeto não passou incólume pelo Congresso, nesse passo. A Câmara dos Deputados ressuscitou, inesperadamente, o projeto Herbert Levy a que já nos referimos, incrustando-o *ipsis verbis* no texto do projeto governamental. No Senado Federal, preferiu-se aprovar outra emenda, transformada no atual art. 254.

O princípio do "tratamento igualitário", previsto nesse artigo, diversamente do "tratamento eqüitativo", declarado no artigo seguinte, suscita uma impossibilidade prática, cuja evidência não tardou a se manifestar na Resolução n. 401, de 22.12.76, no Banco Central, regulamentadora da norma.

Trata-se de verdade elementar que o *status* do acionista controlador não se confunde com o de não-controlador; que ações ordinárias não são eqüipolentes a ações preferenciais sem voto;

...*omissis*...

A norma legal fala em "tratamento igualitário aos acionistas minoritários". Ora, minoria e maioria são noções que só fazem senso quando referidas ao direito de voto, a assembléias deliberativas ou a colégios eleitorais. A leitura do texto em outro sentido só serve para baralhar as cartas" (Poder de Controle das Sociedades Anônimas, 3ª ed., p. 241 e ss., Ed. Forense, Rio de Janeiro, 1983) (grifou-se)

Alfredo Lamy Filho

"A primeira observação a fazer é que "maioria" e "minoría", expressões de uso freqüente no direito anônimo, são empregadas nas leis (brasileira e também nas estrangeiras) com alcances variados, dependentes do todo, ou do universo a que se reporta cada artigo.

...*omissis*...

No caso em exame, para determinarmos a que minoria se reporta o art. 254, teremos, pois, que identificar o universo a que se dirige a norma legal. A dedução evidente da leitura do texto, é a de que se o controle está em função da maioria com direito de voto, obviamente a lei se refere à minoria de acionistas titulares de votos que, somados aos daquela maioria, são a totalidade dos que interferem na formação do controle.

...*omissis*...

Por outro lado, cumpre ponderar que a determinação legal de que a oferta pública deva assegurar tratamento igualitário, supõe, necessariamente, ações do mesmo tipo e valor econômico, pois seria clamorosa desigualdade, que violenta o princípio da isonomia legislativa, obrigar pagamento de preço igual por coisas desiguais, como seriam ações ordinárias e preferenciais.

Em outras palavras, acionista minoritário, a que se refere o artigo 254, só pode existir em função de maioria de iguais, pois não se somam quantidades heterogêneas, vale dizer, ações ordinárias e preferenciais sem voto." (A Lei das S.A., Vol II, p. 636 e ss., Ed. Renovar, 1997) (grifou-se)

Fran Martins

"No *caput* do artigo estabelece a lei, como condição para que haja prévia autorização do órgão competente para a alienação do controle da sociedade, que as ações ordinárias sejam nominativas ou endossáveis, isto é, ações votantes; mas isso não impede que existam ações preferenciais sem direito a voto, sejam essas nominativas ou ao portador. Tais ações, entretanto, em se tratando de alienação do controle acionário, não deverão participar da mais valia dada pelos adquirentes do controle às ações de comando, já que elas se caracterizam como ações destinadas apenas a produzir rendas para os seus titulares desprovidas do poder político que são." (Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, Rio de Janeiro, Ed. Forense, 1979, Vol III, p. 349 e 350)

E, ainda, vide em mesmo sentido o Parecer CVM SJU N.º 055, de 22.08.78, elaborado pela então advogada da CVM, a Diretora Norma Parente:

"Ora, relativamente aos acionistas preferenciais, é de se desconsiderar, de plano, a necessidade de se assegurar-lhes o tratamento igualitário a que se refere a Lei, visto dispor neste sentido a Resolução 401 do CMN.

Quanto aos acionistas ordinários, cujos minoritários teriam legalmente direito a um tratamento igual ao dispensado ao majoritário por ocasião da alienação do controle, é de se apurar primeiramente a identificação deste" (grifou-se)

Isto posto, esclarecido o sentido da expressão "acionistas minoritários" — como aqueles acionistas titulares de ações com direito a voto — que fazia referência o art. 254 da Lei 6.404/76, e ainda antes de analisar-se a questão das ações preferenciais com direito de voto transitório, vale relembrar que tal artigo foi revogado em 1997, por meio da Lei 9.457, restando a obrigatoriedade de formulação de OPA por alienação de controle de companhia aberta suspensa até a vigência da Lei 10.303/01, que alterou a Lei 6.404/76, inserindo o art. 254-A. Diz a nova regra:

"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."

Da análise de tal dispositivo, pode-se notar de imediato que (i) a realização da OPA por alienação de controle passou a ser condição de eficácia do negócio jurídico que dá causa à alienação do controle de companhia aberta; (ii) foi atribuído um valor próprio ao controle, em linha com a redação original do Projeto de Lei encaminhado ao Senado Federal em 1976; e (iii) o próprio texto legal passou a fazer referência expressa, no tocante às ações objeto da OPA por alienação de controle, às "ações com direito a voto dos demais acionistas da companhia".

Nesse momento, diante de toda a sistemática de nossa lei societária e da evolução histórica da OPA por alienação de controle, faz-se necessário analisar quais ações com direito a voto podem ser objeto da oferta de que trata o art. 254-A.

Para tanto, como ponto de partida, tem-se que ter em mente o conceito de controle, ou melhor, de acionista controlador. Veja-se o que dispõem os arts. 116 e 243, § 2º da Lei 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 assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia .

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. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.

§ 1º São coligadas as sociedades quando uma participa, com 10% (dez por cento) ou mais, do capital da outra, sem controlá-la.

§ 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.

§ 3º A companhia aberta divulgará as informações adicionais, sobre coligadas e controladas, que forem exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários." (grifou-se)

Note-se que a Lei das S.A. sempre que define "controle", o faz como direito de sócios que assegurem, **de modo permanente**, a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores. Em mesmo sentido o fez a Resolução CMN n.º 401 em seu item II:

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

Ou seja, o direito permanente do exercício do voto, e não condicional, e pleno, não restrito — vide arts. 111, 113 e 120 —, sendo, portanto, livre o seu exercício, são requisitos à caracterização do controle, e portanto, das ações que podem atribuir aos seus titulares o poder de controle da companhia.

As ações, como se sabe, dividem-se em ordinárias, com direito a voto, e ações preferenciais, que podem ou não ter direito a voto, sendo certo que neste último caso deverão ter certas vantagens econômicas.

As ações ordinárias, por sua natureza, são ações que têm direito de voto permanente. Já às ações preferenciais sem direito a voto é atribuída tal vantagem política, na forma da Lei 6.404/76, em certas hipóteses, como o faz na forma do § 6º do art. 44, do art. 18, parágrafo único, do § 1º do art. 111, do § 1º do art. 136.

Em todas estas hipóteses em que é assegurado o direito de voto às ações preferenciais pode-se verificar que tal medida visa a assegurar a condição ou vantagem econômica a ela atribuída previamente pelo estatuto ou pela própria lei. Tanto o é que, assim que exercido o direito de voto, no caso das assembleias especiais, ou recebidos os dividendos, no caso do § 1º do art. 111, este se extingue.

Não se trata, portanto, em nenhuma dessas hipóteses, de conferir às ações preferenciais o direito de voto permanente a que faz jus as ações detidas pelo acionista controlador.

Adicionalmente, deve-se notar para os termos utilizados pelo legislador "ações com direito a voto dos **demais** acionistas da companhia". Nota-se, de plano que está-se excluindo do objeto da OPA, por óbvio, o acionista controlador alienante e alcançando-se as "demais" ações com voto, portanto idênticas àquelas detidas pelo acionista controlador e, como visto acima, ações com direito a voto permanente.

No presente caso, está-se diante de hipótese em que as ações preferenciais não têm direito de voto permanente, mas sim transitório, por força do disposto no art. 111, § 1º, da Lei 6.404/76.

De fato, o § 1º do art. 111 da Lei 6.404/76 atribui às ações preferenciais que fazem jus a dividendos fixos ou mínimos que deixam de receber dividendos por 03 (três) exercícios consecutivos o direito de voto até o momento em que as vantagens econômicas a ela asseguradas são restabelecidas. Veja-se o que dispõe o dispositivo citado:

"Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.

§ 1º As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.

§ 2º Na mesma hipótese e sob a mesma condição do § 1º, as ações preferenciais com direito de voto restrito terão suspensas as limitações ao exercício desse direito.

§ 3º O estatuto poderá estipular que o disposto nos §§ 1º e 2º vigorará a partir do término da implantação do empreendimento inicial da companhia."

A finalidade deste artigo é, ao meu ver, assegurar aos acionistas preferencialistas — aplicadores de capital — o direito de participar das deliberações sociais ordinárias, visando exclusivamente a assegurar a condição ou vantagem econômica a que fazem jus. Ou seja, às ações preferenciais com dividendos fixos ou mínimos não é atribuído tal direito para qualquer outra finalidade que não recuperar sua vantagem econômica atribuída em contraprestação ao direito de voto suprimido.

Como argumento derradeiro, percebe-se que caso se entenda em sentido contrário, a alienação de todas as ações com direito de voto permanente, em companhia que tenha estrutura de capital composta por 2/3 de ações preferenciais sem direito de voto e com direito a dividendos fixos ou mínimos e 1/3 de ações ordinárias, e, ainda, não tenham sido pago dividendos nos últimos 3 (três) exercícios, não caracterizaria a alienação do controle da companhia.

Em mesmo sentido, veja-se a lição de Alfredo Lamy Filho, ainda em referência ao revogado art. 254:

"Não temos dúvida em afirmar que a oferta pública para aquisição de ações, por força da alienação de controle, não abrange os titulares de ações preferenciais, sem direito a voto, mesmo que tais ações estejam no exercício transitório desse direito por haver a companhia deixado de pagar dividendos." (ob. cit. p. 636) (grifou-se)

E ainda, o acórdão do Tribunal Federal de Recursos, julgado em 27.10.1981, rel. Min. Carlos Madeira [\(3\)](#), tem a seguinte ementa:

"I — O conceito de maioria e minoria, na nova Lei de Sociedades Anônimas, se funda na maior ou menor participação no capital votante, tendo em vista o controle da companhia. Não se incluem na minoria as ações preferenciais, que, por suas características, não participam do poder de controle, limitando-se ao interesse de auferir dividendos.

II — Na aquisição do controle acionário da companhia, a oferta pública tem por objeto ações com direito a voto permanente que assegure aquele controle. Direito transitório de voto adquirido por ações preferenciais em virtude da falta de distribuição de dividendos... não as inclui no controle da companhia, tal como previsto atualmente, por isso que não assegura de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral, como quer a letra a do artigo 116 da Lei 6.404, de 1976" (grifou-se)

E ainda, sem tratar diretamente da matéria:

Calixto Salomão Filho:

"A nova lei nada faz para alterar essa situação. Aumentou apenas discretamente o "preço" da aquisição de controle (pela combinação entre redução do limite máximo de preferenciais e 50% do capital votante e extensão — limitada a 80% — do preço pago pelo controle aos detentores de ações com direito a voto). Por outro lado, manteve a exclusão dos acionistas sem direito a voto dos benefícios da oferta pública obrigatória. Permanece, portanto, o potencial conflito majoritário/minoritário sem voto na alienação de controle." (O Novo Direito Societário, 2ª ed., Malheiros Editores, p. 139 e 140, São Paulo, 2002) (grifou-se)

Norma Jonssen Parente:

"O artigo 254, retirado em 1997 da lei societária e ora revigorado, assegura aos acionistas minoritários titulares de ações com voto o direito de vender suas ações junto com o controlador. Saliente-se que, após a retirada desse direito, o ágio que os controladores obtiveram na venda de controle foi imenso. (...) São indicações que confirmam ser uma injustiça não ser dado ao acionista minoritário, titular de ações idênticas às do controlador, o direito de vendê-las junto com ele e ao mesmo preço" (In "Reforma da Lei de Sociedades Anônimas", Ed. Forense, p. 39, 2002, Rio de Janeiro) (grifou-se)

Luiz Leonardo Cantidiano:

"Permite a lei que o adquirente do controle, por decisão unilateral sua, ao invés de apresentar oferta pública de compra das **ações ordinárias** que são detidas pelos acionistas minoritários, para estender aos referidos acionistas, 80% do preço que tiver sido pelas ações integrantes do bloco de controle, possa se limitar a estender aos minoritários o pagamento do prêmio de controle — que, por definição legal, corresponderá à diferença entre o valor de mercado da ação e o valor que tiver sido pago por cada ação de controle." (Reforma da Lei das S.A., Ed. Renovar, 2002, Rio de Janeiro, p. 248)

Resta claro, portanto, que as ações objeto da OPA prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76, são aquelas idênticas às ações do acionista controlador, isto é, na forma do art. 116, ações com direito a voto permanente.

Então, diante de sua competência regulamentar, a CVM, na forma do disposto no § 3º do art. 254-A da Lei 6.404/76 e da Lei 6.385/76, colocou em audiência pública minuta de instrução que trataria, dentre outras matérias, da OPA por alienação de controle, determinando que as ações objeto desta modalidade de oferta obrigatória seriam todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído direito de voto pleno e permanente. Veja-se a redação submetida à audiência pública:

"Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária."

Não obstante, no edital de audiência pública era expressamente solicitado que fossem feitos comentários, no tocante à OPA por alienação de controle, acerca da "*não extensão aos acionistas titulares de ações preferenciais, às quais tenha sido conferido temporariamente direito de voto, do direito de vender suas ações em caso de alienação de controle*" (item IV, "a" do Edital de Audiência Pública).

Decorrido o prazo da audiência, tendo em vista o todo acima exposto e analisados os comentários enviados pelos participantes do mercado, a CVM, a meu ver acertadamente, acabou por manter a redação proposta na minuta, baixando a Instrução CVM n.º 361, em 05 de março de 2002.

Diante do acima exposto, entendo ser o atual entendimento da CVM correto, expressado na Instrução CVM n.º 361/02, de que somente as ações com direito de voto permanente e pleno devem ser objeto da OPA por alienação de controle de que trata o art. 254-A da Lei 6.404/76.

É o meu Voto.

Rio de Janeiro, 25 de janeiro de 2005.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

[\(1\)](#) In "Comentários à Lei de Sociedades Anônimas", Vol. 4, Tomo II, p.144 e ss., Ed. Saraiva, 1998.

[\(2\)](#) Vide Nelson Eizirik e Aurélio Wander Bastos, Mercado de Capitais e S/A, Vol. 2, Comissão Nacional de Bolsa de Valores, p. 641, 653, 657, 666; Nelson Eizirik, Sociedades Anônimas – Jurisprudência Rio de Janeiro, Ed. Renovar, 1996, p. 367 e 372.

[\(3\)](#) Nelson Eizirik e Aurélio Wander Bastos, Mercado de Capitais e S/A, Vol. 2, Comissão Nacional de Bolsa de Valores, p. 641, 1987.