

Relator: Diretor Eli Loria

Voto do Presidente Marcelo F. Trindade

1. A Copesul era controlada por Braskem e Ipiranga, unidas por acordo de acionistas, com participação idêntica de 29,46% do capital votante. Mediante negócio oneroso, Braskem adquiriu da Ipiranga a participação por ela detida indiretamente. A SRE entende que quem já é controlador não pode adquirir o controle, e portanto apenas consolida seu controle, o quem afastaria a obrigação de realizar OPA por alienação de controle, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76.
2. O argumento da SRE, embora corrente, não me parece bastante para decidir-se a questão. Isto porque o art. 254-A estabelece a obrigação de realizar OPA quando houver alienação do controle, e portanto o argumento de que os integrantes do acordo de acionistas já eram controladores serve para provar que não houve aquisição, mas também para provar que houve alienação, e a lei fala de alienação, como condição para a OPA.
3. Esse impasse revela a dificuldade de aplicação do art. 254-A da Lei 6.404/76 a situações de controle compartilhado, e poderia, ele mesmo, fazer com que se tendesse a uma solução conservadora, de não reconhecer a incidência da obrigação de realizar a OPA em caso de dúvida, evitando-se que o adquirente fosse apanhado pela surpresa dessa obrigação incerta. Essa solução, entretanto, não deve prosperar (ao menos por esse motivo), diante do intenso debate que a possibilidade de aplicação do art. 254-A à negociação entre integrantes de acordo de acionistas sempre vem motivando, fazendo com que todos os envolvidos em operações desse tipo certamente estejam cientes das dificuldades quanto ao tema, e portanto da possibilidade de a CVM vir a entender que a realização da OPA é obrigatória.
4. O § 1º do art. 254-A, como se sabe, tem redação circular, do seguinte teor: *"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"*.
5. A lei prevê, assim, como de alienação de controle, o negócio de transferência de ações vinculadas a acordos de acionistas de que venha a resultar a alienação de controle. Para superar essa circularidade conceitual, a Instrução 361/02 estabeleceu, no § 4º do art. 29, que se entende *"por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76"*
6. O conceito da Instrução antecipa a interpretação da lei pela CVM quanto a alguns pontos relevantes: (i) a alienação pode-se dar por operação isolada ou por um conjunto de operações, dificultando a fraude à lei pelo fracionamento do negócio de aquisição; (ii) a alienação tem que ser realizada por quem já seja, então, acionista controlador ou *por pessoa integrante do grupo de controle*; e (iii) a alienação tem que ser feita a um terceiro.
7. Começando por este último ponto, poder-se-ia argumentar que o conceito de *terceiro*, no § 4º do art. 29, afastaria o de um outro integrante do bloco de controle. Terceiro, nessa acepção, seria alguém totalmente estranho ao controle. A SRE sustentou esse ponto de vista, mas ele não me parece correto. A meu juízo, a referência a terceiro deve ser interpretada como uma mera explicitação da distinção de sujeitos sem a qual não se pode falar em alienação, e até mesmo como esclarecedora do fato de que a alienação a uma pessoa controlada pelo controlador alienante não obrigaria à realização da OPA. Até porque, se o conceito da lei abranger a hipótese de alienação dentro do bloco de controle, a CVM não pode afastá-la por mera Instrução.
8. Mas há um outro ponto de interpretação, explicitado no conceito do § 4º do art. 29 da Instrução 361/02, que aponta na direção de que a alienação por um membro do bloco de controle para outro, naquilo que se poderia chamar de consolidação, ou cristalização do controle, poderia resultar na obrigação de realizar a OPA.
9. Trata-se da referência à alienação ser realizada *por pessoa integrante do grupo de controle*. Esse integrante do grupo de controle somente pode vivenciar uma, dentre duas situações: ou (i) já detém mais de 50% das ações com direito a voto, e integra o grupo por outras razões, que não a necessidade de obter os votos suficientes para formar a maioria nas deliberações sociais; ou (ii) detém menos de 50% das ações com direito a voto, e integra o bloco para participar do controle obtido em conjunto com os demais integrantes.
10. Na primeira situação, o alienante já teria, isoladamente, o controle da companhia — ainda que o acordo de acionistas restringisse seu poder —, e, portanto, a referência do § 4º do art. 29 da Instrução 361/02 à alienação por *pessoa integrante do grupo de controle* seria inútil, nada acrescentando à definição legal. Mas, como se viu, o citado § 4º preocupou-se muito clara e cuidadosamente em acrescentar indicações de interpretação ao cenário circular do art. 254-A da Lei.
11. Portanto, parece muito razoável concluir que, ao acrescentar uma referência explícita às *"pessoas integrantes do grupo de controle"*, dentre os alienantes possíveis, a Instrução 361 tenha deixado expresso o entendimento de que a venda de *"ações integrantes do bloco de controle"*, *"vinculadas a acordos de acionistas"*, como previsto no art. 254-A da Lei das S.A., pode redundar na alienação de controle, mesmo quando a venda não seja feita pelo *"acionista controlador"*, mas sim por *"pessoas integrantes do grupo de controle"*.
12. É preciso averiguar, então, como seria possível que alguém que alienasse ações vinculadas a acordo de acionistas, integrantes do bloco de controle, mas não suficientes para a detenção isolada do controle — porque inferiores a 50% mais uma ação votante —, alienasse o controle. Se a única hipótese for a de consolidação do controle mediante a venda dentro do bloco, então será possível concluir que a Instrução 361 quis realmente deixar claro seu entendimento quanto a ser devida a OPA nesse caso.
13. Mas, na verdade, além da hipótese (por ora admitida) de consolidação do controle, há pelo menos uma outra situação em que um integrante do bloco de controle pode vender ações que isoladamente não asseguram o controle, e apesar disso o controle seja transferido. Trata-se da indisputada situação em que a alienação das ações integrantes do bloco de controle se dê em conjunto por diversos integrantes do bloco, de modo que cada um aliene menos que 50%, mas em conjunto transfiram ao adquirente mais que 50% das ações com voto.

14. Sendo tal hipótese um caso indisputado de obrigação de realizar a OPA (pois os alienantes transferem em conjunto o controle que detêm em conjunto), pode-se concluir que a referência do § 4º do art. 29 da Instrução 361/02 à alienação "*por pessoas integrantes do grupo de controle*" não é suficiente para autorizar a conclusão de que a CVM tenha antecipado, com a edição da Instrução, a interpretação de que, no caso de alienação de ações entre integrantes do bloco de controle, com consolidação do controle em um deles, a OPA deve incidir. E isto porque a Instrução pode muito bem ter incluído a referência tendo em mira a situação da venda coletiva pelos integrantes do bloco.
15. É preciso, portanto, ir além, e verificar se é legal uma interpretação que considere que a alienação de uma quantidade de ações inferior àquela que assegura o controle pode redundar na obrigação de realizar a OPA.
16. O principal argumento contrário a uma tal interpretação da lei seria o da literalidade da Lei 6.404/76. O art. 254-A é explícito ao condicionar a OPA à ocorrência de uma alienação de controle, e, passe o truísmo, somente controladores podem alienar o controle. E o art. 116, I, é igualmente explícito ao dizer que somente se é controlador quando se detém "*a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia*".
17. Contudo, é o *caput* do art. 116 da Lei das S.A. quem melhor sustenta essa interpretação, pois ele afirma que se entende "*por acionista controlador*" (assim mesmo, no singular) "*a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum*" que detenha a tal maioria acionária. Isto é: a lei fala em um acionista controlador que seria um grupo de pessoas, autorizando uma interpretação de que o controle é exercido pelo grupo, como grupo, e em grupo.
18. O art. 118 da Lei, ao tratar do acordo de acionistas, confirma essa interpretação, porque inclui expressamente (desde a reforma de 2001), como matéria de tal negócio típico, o *exercício do poder de controle* pelos acionistas unidos pelo acordo.
19. Como, então, diante desse cenário de interpretação linear, chegar-se a uma conclusão distinta, sem ferir a lei? Não se deve admitir, nesta seara, a velha crítica à interpretação literal, pois ela deve sempre ser a preferível, quando se trata de mercado de capitais, e do seu notório gosto pela segurança jurídica e pela estabilidade, normalmente recompensadas com mais investimentos e menor custo de capital.
20. O principal argumento dos que advogam a tese de que a consolidação do controle importa alienação do controle é o de que se verificam dois elementos suficientes para a ocorrência de tal negócio: (i) os agentes que alienam e que adquirem as ações representam interesses econômicos diferentes, e portanto devem ser tratados como pessoas diferentes; (ii) da alienação decorre uma alteração no controle, pois o antigo integrante que compartilhava o controle passa a controlar isoladamente, e (iii) o preço pago normalmente embute um prêmio de controle.
21. Quanto à distinção subjetiva, a que se refere a Instrução 361/02 — alienação a terceiro — ela realmente me parece verificável em tal hipótese, pela óbvia constatação de que em lugar do "*grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto*", a que se refere o art. 116 da Lei das S.A., passa a ser controlador "*a pessoa*" do adquirente, a que também se refere a norma.
22. Mas essa mesma constatação é que gera a dificuldade em afirmar que o alienante, em casos tais, detinha o controle. Como visto, pelos arts. 116 e 118 da lei quem controla é o *grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto*. E isso não se relaciona com a responsabilidade por abuso de que trata o art. 117 — que é sempre individual. Relaciona-se com a configuração jurídica do controle. E essa configuração é que é útil no caso, pois a Lei brasileira não estabelece que a aquisição do controle de quem não o detenha determina a realização de OPA — como ocorreria com a aquisição de ações isoladas que, reunidas, assegurassem o controle. Em outras palavras: a lei não exige apenas uma alteração no controle; exige uma alienação por quem o detenha.
23. A lei poderia estabelecer que a obrigação de lançar a OPA decorreria da aquisição do controle, independentemente de sua prévia existência e alienação. Mas a lei não o faz. Isso talvez seja mau, talvez não. A lei também poderia determinar que a aquisição de um percentual menor que 50% das ações determinasse a realização da OPA, independentemente de quem as alienasse, ou estabelecer um sistema em que o alcance da propriedade de um certo percentual de ações determinasse a realização de OPA. Talvez esses sistemas sejam melhores. Mas esses não são os sistemas da lei brasileira.
24. Quanto ao argumento de que o preço pago seria um indicador de que houve alienação do controle, quando esse preço embutir um prêmio em relação ao mercado, ele me parece útil para situações de fraude ou simulação, mas não como regra. A aquisição de participações estratégicas ou minoritárias relevantes também se dá normalmente com prêmio, sem que isso implique na obrigação de realizar a OPA.
25. Concluir pela não obrigatoriedade de OPA em casos de consolidação do controle dentro do bloco não é, certamente, adotar a decisão mais simpática. E certamente este não é o voto que eu mais gostaria de dar. *De lege ferenda*, me parece que a alienação de participações relevantes, conforme percentual previsto em lei ou no Estatuto, deveria gerar a obrigação de estender as mesmas condições aos demais acionistas, através da realização de OPA. Isto contribui para que o valor das ações de uma companhia aberta seja estabelecido pelo mercado de maneira mais adequada, sem prêmios ou descontos economicamente pouco justificáveis, decorrentes de direitos não expressos nos títulos, mas sim inerentes ao exercício do poder.
26. Mas o fato é que, *de lege lata*, estou de acordo com a conclusão do voto do Diretor Relator, pela inexistência de alienação de controle, que só pode ser alienado por quem o detenha, o que, em casos de acordo de acionistas, significa o *grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto*, como diz o art. 116 da Lei das S.A., e não um membro desse grupo que detenha menos que a maioria das ações com voto, ressalvada a análise do acordo de acionistas, que revele a preponderância do subscritor alienante perante os demais.
27. Aliás, creio ser meu dever esclarecer que o meu voto em um caso decidido em 2002, antes da entrada em vigor do art. 254-A da Lei 6.404/76, que é frequentemente citado como indicando o reconhecimento de que haveria alienação de controle em casos como o destes autos, não chegou nem perto disso. Naquele voto eu dizia que a questão de fato ali debatida "*não desafia as complexas questões que podem surgir quanto ao conceito de alienação de controle detido por grupo de acionistas unidos por acordo*", e citava como exemplo dessas *complexas questões que podem surgir* a "*alienação de uma participação majoritária dentro do bloco de controle*" e a "*aquisição de uma participação que, somada àquela já detida pelo adquirente, o eleve à condição de controlador único*" (Processo RJ 2001/10329, decidido em 19.02.02). Pois bem: a questão complexa surgiu, como ali se previa, e era mesmo óbvio que viria ocorrer, e com ela o dever de decidi-la, de que escapei explicitamente naquele voto.
28. Consola-me o fato de que, em um caso como o dos autos, nem mesmo em uma ambiente como a da maior parte das leis européias haveria obrigação de realizar OPA. Lá normalmente o menor percentual que dispara a obrigação de realizar OPA é de 30%, e neste caso as ações alienadas representavam 29,46% do capital votante. E tranqüiliza-me, especialmente em relação a argumentos *ad terrorem*, o fato de que a própria Instrução 361/02 já explicita a interpretação de que uma sequência de negócios que tenha por fim burlar a regra — como ocorreria com a aquisição sucessiva de participações no bloco de controle — será considerada como negócio único, de alienação de controle.

29. É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de julho de 2007.

MARCELO FERNANDEZ TRINDADE

Presidente