

**Interessados:**

Amber Latam Opportunities, LLC;

Castlerigg South American Investments, LLC; e

Invest Tur Brasil - Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A. (atualmente denominada BHG S.A. - Brazil Hospitality Group)

**Assunto:** Obrigatoriedade de realização de OPA pela alienação de controle de que trata o art. 254-A da Lei n.º 6.404/1976 e por imposição de regras estatutárias.

**Diretor Relator:** Otavio Yazbek

**Declaração de Voto**

**I. Introdução**

1. Pedi vista do presente processo não só por conta da complexidade que vislumbrei na operação societária subjacente, mas também porque entendi que valeria a pena analisar, mais detidamente, alguns dos argumentos trazidos aos autos. E o fiz, também, por discordar da visão que, aparentemente, encontra-se consolidada no voto da relatora, acerca do oportunismo da atitude dos reclamantes<sup>[1]</sup>.
2. De início, destaco que estamos discutindo, neste processo, se a operação realizada entre a Invest Tur Brasil - Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A. ("InvestTur") e a LAHotels S.A. ("LAHotels") deu ensejo à obrigação de se realizar uma oferta pública para aquisição das ações daquela primeira sociedade ("OPA").
3. Isto não significa - é preciso que fique claro - que a análise do presente caso se restrinja à verificação da incidência do art. 254-A<sup>[2]</sup>. Como o estatuto da InvestTur pode criar novas hipóteses de obrigatoriedade de realização da OPA e as reclamações formuladas versam justamente sobre essas novas hipóteses (e não sobre a incidência daquele dispositivo legal), é delas que se deve, prioritariamente, tratar. Incluirei a discussão sobre o art. 254-A muito mais em razão do que dispõe o § 2º do artigo e em razão da luz que tal análise ajuda a lançar sobre o tema.
4. Antes de explicar melhor como dividi esta declaração de voto, parece-me necessário descrever aquilo que, a meu ver, representa a "Operação" que verdadeiramente se realizou.

**II. A Operação**

5. Antes de mais nada, noto que não estamos, aqui, diante de um negócio jurídico único. Pelo contrário, a Operação contou com diversas etapas, cada uma delas composta por um ou mais negócios jurídicos, mas todas elas ordenadas e interligadas para que, ao cabo, se atingisse uma finalidade comum. Tal fato não pode ser ignorado quando da qualificação e da determinação do regime jurídico aplicável.
6. Essa sucessão de atos engloba um aumento de capital da LAHotels; uma redução de capital da InvestTur; a incorporação da LAHotels pela InstTur; a alteração de cláusulas do estatuto social da InvestTur, notadamente aquelas que versavam sobre o funcionamento do seu conselho de administração; a aprovação, pelos acionistas e pelos debenturistas, da alteração da escritura de emissão das debêntures, com o fim de viabilizar o seu resgate parcial e a conversão das debêntures remanescentes conforme nova fórmula de conversão; o resgate de 49% das debêntures, com a correspondente dação em pagamento de quotas representativas do capital social da Salvador Downtown Empreendimentos Imobiliários SPE Ltda. e da Conde Residence Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.; a conversão de 51% das debêntures em ações representativas de aproximadamente 3% do capital InvestTur; a modificação de cláusulas do contrato firmado com a GR Capital Consultoria; e a celebração de acordo de acionistas entre a controladora da LAHotels e os acionistas fundadores da InvestTur ("Acionistas Fundadores").
7. Ainda sobre a Operação, acredito ser necessário destacar, para a devida compreensão deste caso, a composição do quadro acionário da InvestTur, antes e depois da Operação:

	Antes da Operação		Após a Operação	
	Ações (#)	Ações (%)	Ações (#)	Ações (%)
Acionistas Fundadores	97	0,01	57.652	3,16
Conselheiros	4	0	6	0
LAHotels LLC e fundo GPCP4	0	0	973.249	53,37
Ações em tesouraria	0	0	47.200	2,59

Ações em circulação	945.000	99,99[3]	745.501	40,88
Total	945.101	100	1.823.608	100

### III. Problematização e Estrutura da Declaração de Voto

8. Diante deste quadro, em que indiscutivelmente não havia *acionista* controlador antes da Operação, como seria possível falar na obrigatoriedade de se realizar uma OPA?
9. Assumindo que a incidência do art. 254-A pressupõe uma alienação de controle e, portanto, a pré-existência de um controlador[4], a única alternativa seria cogitar de um controle alheio à titularidade acionária. Mas, antes mesmo de avaliar se, na InvestTur, havia este tipo de controle e se ele foi alienado, é necessário verificar se o art. 254-A prevê, no seu suporte fático, também a alienação de outro controle que não o acionário.
10. Sobre este ponto, porém, parece que nem a InvestTur, nem a SRE, nem mesmo os Recorrentes entendem que o art. 254-A disciplina a alienação de um controle que não o societário.
11. Concordo com esta posição. O âmbito de aplicação do art. 254-A se restringe às situações em que o controle *acionário* é alienado, se não por outro motivo porque, nos termos deste artigo, a alienação do controle da companhia aberta impõe, ao adquirente do controle, a obrigação de "*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*" (os destaques não constam do original).
12. De toda forma, e como antecipei, a discussão objeto do presente processo não se restringe ao art. 254-A, devendo passar, também, pelas eventuais outras hipóteses previstas no estatuto da InvestTur.
13. Nesse sentido é que, para a devida análise do presente caso, parece-me necessário avaliar, primeiro, se o estatuto da InvestTur, tal como vigente à época da Operação[5], continha hipóteses distintas das legais para, em caso positivo, verificar, ademais, se a Operação se qualificaria como uma dessas outras hipóteses.
14. Como melhor explorarei abaixo, entendo que, muito embora o estatuto social da InvestTur tenha estendido as hipóteses de obrigatoriedade de lançamento de OPAs, não estabeleceu um regramento para situações como a da Operação. E, como concordo que o art. 254-A também não se aplica à Operação, parece-me que não há nada a impor, neste caso, a realização da OPA.
15. Para explicar esta minha posição, dividi a presente declaração de voto em outras três seções, além dessas três primeiras. No próximo tópico, explorarei os termos do estatuto social da InvestTur para, então, na quinta seção, concluir que a Operação não se enquadra em nenhuma das novas hipóteses estatutárias que fariam incidir a obrigação de se realizar a OPA. Na sexta e última seção, apresentarei algumas considerações finais que acredito serem relevantes.

### IV. OPAs Previstas no Estatuto Social da InvestTur

16. Segundo os recorrentes, o estatuto social da InvestTur[6] prevê a realização de uma OPA em três situações distintas. A primeira destas situações seria, segundo os recorrentes, regulada pelo *caput* do art. 38 e pelos arts. 39 e 40, referindo-se, em todos esses casos, a situações de "alienação de controle". A segunda destas situações seria regulada pelo § 1º do art. 38 e se referiria às "*aquisições de controle*", ao passo que a terceira seria regulada pelo art. 41 e se referiria à "*aquisição de participação relevante*".
17. Analisemos, separadamente, cada um dessas situações.

#### IV.A. *Caput* do Art. 38

18. O *caput* art. 38 do estatuto social da InvestTur estabelecia que:

*"Art. 38 - A alienação do Controle (conforme definido no art. 37) da Companhia, direta ou indiretamente, por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente do Controle se obrigue a efetivar, observando as condições e os prazos previstos na legislação em vigor e no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário ao do alienante do Controle".*

19. Para se entender a extensão deste dispositivo é preciso, antes, reproduzir como o art. 37 do estatuto definia "*Controle*". A redação deste outro dispositivo é a seguinte:

*"Artigo 37 - Para fins deste Capítulo, os termos abaixo iniciados em letras maiúsculas terão os seguintes significados:*

(...)

*'Controle' (bem como seus termos correlatos, 'Controlador', 'Controlado', 'sob Controle comum' ou 'Poder de Controle1') significa o poder efetivamente utilizado para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de pessoas vinculado por acordo de acionistas ou sob controle comum ('Grupo de Controle') que seja titular de ações que lhe tenham*

*assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembléias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante".*

20. Para os recorrentes, a partir da conjugação destes dois dispositivos, o estatuto da InvestTur teria abarcado não só a previsão do art. 254-A, mas também a do regulamento do Novo Mercado e outras mais como, por exemplo, a de alienação de controle gerencial. A InvestTur, por óbvio, nega esta interpretação.
21. Vale explorar com mais vagar a argumentação das partes. Em síntese, enquanto a InvestTur chega à sua conclusão com base na redação de outros dispositivos estatutários<sup>[7]</sup>, que, a seu ver, indicariam claramente que o estatuto da InvestTur não cogita de controle não acionário; os recorrentes argumentam que a opção de estender a disciplina da alienação de controle ao controle gerencial não só é "*plenamente justificada na conjuntura de capital pulverizado desta companhia, após o IPO*", como representa a única razão plausível para se inserir, no estatuto da InvestTur, a definição do "controle" no estatuto social.
22. O voto da diretora Ana Novaes identifica a disciplina estatutária à disciplina do regulamento do Novo Mercado para, então, concluir que só a alienação de controle acionário é que poderia dar ensejo à obrigação de realizar uma OPA.
23. Eu concordo com esta conclusão, mas entendo necessário explorar os termos do estatuto social, uma vez que, a meu ver, ele não reproduz, integralmente, as regras do regulamento do Novo Mercado.
24. Veja-se que, muito embora a definição de "*Controle*" do art. 37 seja quase que uma cópia da definição de "*Poder de Controle*" do regulamento do Novo Mercado<sup>[8]</sup>, o art. 38 (relativo à alienação de controle) do estatuto não coincide com a correspondente definição do regulamento do Novo Mercado. Neste regulamento, a definição de "*Alienação de Controle*" exige "*a transferência a terceiro, a título oneroso, das Ações de Controle*", que, por sua vez, são definidas como "*bloco de ações que assegura, de forma direta ou indireta, ao(s) seu(s) titular(es), o exercício individual e/ou compartilhado do Poder de Controle da Companhia*" - da conjugação dessas definições ("*Alienação de Controle*" e "*Ações de Controle*"), pode-se dizer que *otag along* só se impõe, nos termos do regulamento do Novo Mercado, nas operações que envolvam a alienação de um controle fundado na propriedade acionária, embora o conceito de "*Poder de Controle*" ali previsto<sup>[9]</sup> alcance outras situações (a referência a controle de fato é eloquente).
25. Por outro lado, o *caput* do art. 38 do estatuto social da InvestTur apenas determina que a alienação do "*Controle*" seja acompanhada de OPA. E, como não há, no estatuto, qualquer restrição àquele conceito amplo de "*Controle*" (transcrito no parágrafo 19 desta declaração de voto), poderíamos, pelo menos em tese, concluir que, em termos de alienação de controle, o estatuto da InvestTur seria mais abrangente e não coincidente com o regulamento do Novo Mercado - a diferença, aqui, está exatamente na falta do conceito de "*Ações de Controle*".
26. A InvestTur não ignora este fato. Mas, ao enfrentá-lo, conclui que eventual interpretação mais abrangente acabaria por, inevitavelmente, desconsiderar o teor de outras cláusulas estatutárias que versam sobre o assunto.
27. Não me parece, porém, que o título do capítulo em que se inserem essas regras seja um bom parâmetro interpretativo. Tampouco me parece relevante a definição, no art. 37 do estatuto, de "*Controle Difuso*" (que seria aquele "*exercido por acionista detentor de menos 50% do capital social da Companhia*") e de "*Acionista Adquirente*", pois nenhuma dessas expressões se interrelacionam com a disciplina do *caput* do art. 38 do estatuto social - enquanto o primeiro é pressuposto para algumas outras regras estatutárias, como a que diz respeito à composição do conselho fiscal e o cancelamento do registro de companhia aberta; o segundo diz respeito à disciplina da "aquisição de participação relevante" prevista no art. 41 do estatuto.
28. Situação diversa é a da definição, prevista no *caput* do art. 38, das ações objeto da OPA como aquelas de titularidade dos "*demais acionistas*" (o que pode dar a entender que o alienante do controle deveria ser titular de ações). Também diversa é a vedação, contida nos §§ 2º e 3º deste mesmo artigo, à transferência das ações do controlador para o adquirente enquanto não subscrito o termo de adesão ao Novo Mercado (o que poderia significar que o artigo se refere exclusivamente às alienações de controle acionário).
29. Mas se é verdade que, nesses dois casos, não há como afastar a relação com a disciplina do *caput* do art. 38, não me parece que nenhum desses pontos tem o condão de restringir, verdadeiramente, a aplicação da regra para as alienações de controle acionário. Veja-se que essas duas previsões podem, muito bem, se aplicar a uma das situações englobadas pela regra. Seria como ler estes trechos com a expressão "se aplicável" ao lado, de tal forma que nas demais situações estas previsões seriam irrelevantes.
30. A dúvida parece-me que é afastada quando se analisa a disciplina que estas regras estatutárias criaram para os casos de "*alienação de controle*". Isto porque, como se viu, o estatuto prevê que, em casos de alienação de controle, todos os acionistas devem receber um "*tratamento igualitário ao do alienante do Controle*".
31. Como, porém, dever-se-ia estender este tratamento igualitário nos casos em que o objeto da alienação do controle é de titularidade exclusiva do alienante? O estatuto não prevê absolutamente nada a este respeito e parece sintomático que os recorrentes, em nenhuma das suas extensas peças, tenham sugerido como é que a extensão deste tratamento igualitário deveria ser realizado.
32. Em outras palavras, como o estatuto não cria nenhuma disciplina para estes casos e, principalmente, como a disciplina proposta pelo estatuto (*i.e.*, tratamento igualitário) parece contraditória com situações em que não haja uma alienação de controle acionário, tenho para mim que a melhor interpretação é a que restringe a aplicação do *caput* do art. 38 às situações em que houver alienação de controle acionário.
33. Aliás, é eloquente a comparação entre o regime estabelecido pelo art. 38 e o regime criado pelo art. 41 do

estatuto da InvestTur: enquanto o primeiro remete ao tratamento igualitário, o segundo traz, em seu § 2º[10], toda uma disciplina do preço pelo qual a OPA deve ser realizada, não remetendo, em nenhum caso, aos preços pagos ao alienante.

34. Antes de concluir este tópico, gostaria de abordar, ainda que brevemente, o argumento levantado pelos recorrentes, de que a única razão para o estatuto criar uma definição de "Controle" seria a de avançar para além da disciplina prevista na lei e no regulamento do Novo Mercado.
35. Este argumento ignora um aspecto bastante caro à inter-relação entre as regras societárias e as regras do regulamento do Novo Mercado. Refiro-me ao fato de o regulamento do Novo Mercado (como também o dos Níveis 1 e 2) demandar, para a produção de efeitos para os acionistas, a incorporação das suas disposições ao estatuto.
36. Assim, se o estatuto da InvestTur pretendia incorporar as regras do regulamento do Novo Mercado – o que, aliás, era condição para que as ações da companhia fossem listadas nesse segmento –, seria necessário que ele previsse essas mesmas regras. Do contrário, os acionistas não usufruiriam de uma parte significativa dos benefícios advindos daquelas regras.

#### IV.B. Arts. 39 e 40

37. A OPA prevista no *caput* do art. 38 do estatuto social da InvestTur também seria deflagrada quando da verificação das hipóteses previstas nos arts. 39 e 40 do estatuto:

*"Artigo 39 – A oferta pública referida no Artigo anterior também deverá ser efetivada: I. nos casos em que houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que venha a resultar na alienação do Controle da Companhia; e II. em caso de alienação do Controle de sociedade que detenha o Poder de Controle da Companhia, sendo que, nesse caso, o Controlador alienante ficará obrigado a declarar à BOVESPA o valor atribuído à Companhia nessa alienação e anexar documentação que o comprove.*

*Artigo 40 – Aquele que já detiver ações da Companhia e venha a adquirir o Poder de Controle, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o acionista Controlador ou Grupo de Acionistas Controlador(sic), envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a: I. efetivar a oferta pública referida no Artigo 38 deste Estatuto Social; II. ressarcir os acionistas dos quais tenha comprado ações em bolsa de valores nos 6 (seis) meses anteriores à data da alienação do Controle da Companhia, devendo pagar a estes a eventual diferença entre o preço pago pelas ações e o valor pago em bolsa de valores por ações da Companhia nesse mesmo período, devidamente atualizado pela variação positiva do Índice de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA ("IPCA") até o momento do pagamento; III. tomar medidas cabíveis para recompor o percentual mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) do total das ações da Companhia em circulação, dentro dos 6 (seis) meses subseqüentes à aquisição do Controle".*

38. No entanto, como estes dispositivos remetem às regras previstas no art. 38, parece-me que também a estas outras hipóteses se estendem as observações que fiz no sentido de restringir a sua aplicação às alienações de controle acionário.

#### IV.C. § 1º do Art. 38

39. Os recorrentes mencionam que o § 1º do art. 38 do estatuto social da InvestTur teria criado uma nova hipótese em que a OPA seria obrigatória. A redação deste dispositivo é a seguinte:

*"Artigo 38 – (...) Parágrafo 1º – Caso a aquisição do Controle também sujeite o adquirente do Controle à obrigação de realizar a oferta pública de aquisição das ações exigida pelo Artigo 41 deste Estatuto Social, o preço de aquisição na oferta pública de aquisição das ações será o maior entre os preços determinados em conformidade com este Artigo 38 e o Artigo 41, Parágrafo 2º deste Estatuto Social".*

40. No entendimento dos recorrentes, este § 1º obrigaria a realização de OPA nas hipóteses de aquisição de controle derivadas e originárias. A argumentação parte da literalidade do dispositivo e chega, uma vez mais, às considerações sobre o contexto do IPO, do qual se deduziria que a finalidade de todo este art. 38 a proteção da estrutura de propriedade do capital dispersa. Os pareceres apresentados pela InvestTur apontam nesse sentido, entendendo que, dada a importância do controle nas mãos dos Acionistas Fundadores para os negócios da InvestTur, qualquer modificação na sua composição justificaria a realização da OPA, como meio de saída dos acionistas que investiram no modelo inicial.
41. Por outro lado, a argumentação da InvestTur e do parecerista por ela contratado apontam no sentido de que este dispositivo "*limita-se a criar regra de fixação do preço de aquisição das ações quando ocorrer a alienação de controle e dela nascer a obrigação de realização da OPA, por força do disposto, simultaneamente, no caput do próprio art. 38 e no art. 41*". Ainda segunda o parecerista, "*os vocábulos aquisição e adquirente, constantes do § 1º só podem ser compreendidos como contraparte de alienação e de alienante a que se refere o caput do mesmo art. 38*".
42. Concordo com esta última posição. Parece-me claro que o § 1º do art. 38 convencionou, basicamente, como deveriam conviver as regras previstas no *caput* do art. 38 e no § 2º do art. 41, estabelecendo que, no caso de incidência de ambas as regras, o preço a ser oferecido na OPA deveria ser o maior entre o previsto nos dois dispositivos.
43. Este dado está em linha com o disposto no § 7º do art. 41 do estatuto social da InvestTur, que esclarece que "*As obrigações constantes do Artigo 254-A da Lei de Sociedade por Ações e dos Artigos 38, 39 e 40 deste Estatuto Social não excluem o cumprimento pelo Acionista Adquirente das obrigações constantes deste Artigo, ressalvado o*

*disposto nos Artigos 48 e 49 deste Estatuto Social".*

44. Dessa forma, acredito que o § 1º do art. 38 não cria uma nova hipótese de incidência da OPA, nem tampouco serve a esclarecer que a hipótese prevista no *caput* deste artigo engloba, também, as aquisições originárias de controle.

#### IV.D. Art. 41

45. O art. 41 do estatuto social da InvestTur é um exemplo das *poison pills* que já se tornaram tradicionais nos estatutos das companhias listadas no níveis diferenciados da BMF&Bovespa. Sua redação é a seguinte:

*"Artigo 41 – Qualquer Acionista Adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 35% (trinta e cinco por cento) do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 35% (trinta e cinco por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar uma oferta pública de ações da totalidade das ações de emissão da Companhia ("OPA"), observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, notadamente a Instrução CVM nº. 361, de 5 de março de 2002 e alterações posteriores, os regulamentos da BOVESPA e os termos deste Artigo, sendo que na hipótese de OPA sujeita a registro, o prazo de 60 (sessenta) dias referido acima será considerado cumprido se neste período for solicitado tal registro.*

(...)

*Parágrafo 2º – O preço de aquisição na OPA de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 120% (cento e vinte por cento) do preço de emissão das ações no mais recente aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 (vinte e quatro) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA nos termos deste Artigo 41, devidamente atualizado pelo IPCA até o momento do pagamento; e (iii) 120% (cento e vinte por cento) da média ponderada da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 (noventa) dias de negociação anterior à realização da OPA na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia.*

(...)

*Parágrafo 8º – O disposto neste Artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 35% (trinta e cinco por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 60 (sessenta) dias contados do evento relevante; (ii) da incorporação de uma outra sociedade pela Companhia, (iii) da incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia, ou (iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em Assembléia Geral de acionistas da Companhia, convocada pelo seu Conselho de Administração, e cuja*

*proposta de aumento de capital tenha determinado a fixação do preço de emissão das ações com base em valor econômico obtido a partir de um laudo de avaliação econômico-financeira da Companhia realizada por empresa especializada com experiência comprovada em avaliação de companhias abertas".*

46. As recorrentes, neste ponto se afastando dos argumentos dos pareceres por ele contratados, não discordam da interpretação da InvestTur sobre a amplitude da hipótese prevista neste artigo – todos os interessados entendem tratar-se de previsão a alcançar os casos em que alguém adquire 35% das ações de emissão da InvestTur e, com isso, passa ter a obrigação de realizar uma OPA, oferecendo-se a adquirir as demais ações pelo maior dos preços estabelecidos no § 2º deste artigo.
47. Essa regra, porém, nos termos do § 8º deste mesmo artigo, não se aplica quando a aquisição destas ações ocorrer por meio de algumas operações como, por exemplo, a "*incorporação de uma outra sociedade pela Companhia*".
48. A discussão, neste ponto, se é que existe, está na amplitude dessa exceção. Segundo os recorrentes, a SRE teria indevidamente acolhido o argumento, supostamente apresentado pela InvestTur<sup>[11]</sup>, de que o § 8º do art. 41 teria afastado a incorporação de sociedade de todas as hipóteses a ensejar a realização da OPA, seja na lei, seja no estatuto.
49. Muito embora não esteja claro que este argumento tenha sido apresentado pela InvestTur e, muito menos, se ele foi adotado pela SRE, o fato é que a exceção prevista no § 8º do art. 41, tal como estabelecida, só afasta – e não poderia ser diferente – a incidência do *caput* do art. 41 do estatuto as InvestTur.

#### V. Não Incidência, à Operação, das OPAs Estatutárias

50. Uma vez entendido que as *aquisições* de controle só são abarcadas pelo disposto no art. 41 do estatuto da InvestTur e que este dispositivo não se aplica às incorporações de sociedade por força do § 8º deste mesmo art. 41, parece-me inevitável concluir que a Operação só deflagraria a obrigação de se realizar uma OPA se ficasse caracterizada a alienação de controle.
51. Mais do que isso: como o disposto nos arts. 38, 39 e 40 do estatuto da InvestTur, assim como o art. 254-A, não incide com a alienação de qualquer controle, mas, como se viu, só nos casos de controle acionário, parece-me que a obrigação de se lançar a OPA somente seria exigível no presente caso se a InvestTur, antes da Operação, contasse com um controle fundado na propriedade *acionária*.

52. E este, definitivamente, não era o caso da InvestTur. Se houve alienação de alguma coisa, definitivamente não foi do controle *acionário*.
53. De toda forma, como entendo que pode ser interessante explorar alguns dos argumentos apresentados pelos recorrentes sobre a espécie de controle que era alegadamente exercido pelos Acionistas Fundadores, creio que vale enfrentá-los.
54. Assim passo, nos itens abaixo, a tratar de cada um dos mecanismos que, segundo os recorrentes, garantia o exercício pelos Acionistas Fundadores do controle da InvestTur. Ao final, apresento uma conclusão sobre esta análise.

#### V.A. Debêntures Conversíveis

55. Em tese, as debêntures conversíveis de que os Acionistas Fundadores eram titulares poderiam ser vistas como mecanismos hábeis a desempenhar três funções distintas: (i) medida de defesa contra tentativas de tomada do controle acionário da InvestTur[12]; (ii) estruturação de controle externo sobre a InvestTur; e (iii) alinhamento dos interesses dos Acionistas Fundadores aos interesses da InvestTur.
56. A medida defensiva referida acima decorreria da possibilidade de os Acionistas Fundadores converterem as debêntures em ações ordinárias da InvestTur, a qualquer momento, e a preços bastante inferiores aos de mercado[13]. O efeito da conversão, vale dizer, a diluição da participação acionária adquirida pelo novo controlador, poderia impedir a tomada do controle sobre a InvestTur ou, no mínimo, encarecer a operação, em ambos os casos desestimulando movimentos hostis. Nesse sentido, as debêntures conversíveis assemelhavam-se àquilo que propriamente se denomina, nos Estados Unidos, *poison pills*[14]. No entanto, esta faceta das debêntures era atenuada pelo baixo número de títulos, o que limitava a referida diluição acionária e, por consequência, a sua função de potencial "mecanismo de controle".
57. Já a função de estruturação de controle externo decorreria da atribuição de direitos políticos especiais aos debenturistas, a fim de subordinar um conjunto de decisões estratégicas para a InvestTur ao crivo dos Acionistas Fundadores. Nesse sentido, a leitura da escritura de emissão das debêntures revela que deveriam ser submetidas à aprovação da assembleia de debenturistas: (i) a mudança de objeto social (cláusula 6.7, item "i"); (ii) a criação de ações preferenciais (cláusula 6.7, item "ii"); e (iii) as matérias que direta ou indiretamente se relacionassem com a emissão de debêntures (cláusula 5.1(b) da escritura)[15]. A essas se juntariam as matérias que, por força da Lei, dependem da anuência dos debenturistas, como a incorporação ou cisão da sociedade emissora de debêntures (*caput* do art. 231 da lei acionária[16]) e a redução do capital social da sociedade emissora dos títulos (§ 3º do art. 174[17]).
58. Como se vê pela estreita amplitude dos direitos políticos, a ingerência dos Acionistas Fundadores estava limitada a algumas decisões sobre a estrutura de capital e societária da InvestTur e, por isso mesmo, longe das decisões sobre a gestão da InvestTur que poderiam de alguma forma consubstanciar um modelo de controle externo. No caso concreto, esclareça-se que os Acionistas Fundadores se manifestaram sobre a redução de capital, conforme lhes autoriza a lei acionária, e ainda renunciaram ao seu direito de impugnar a incorporação da InvestTur, nos termos do art. 232[18].
59. A última função das debêntures de que se pode cogitar é a de alinhar os interesses dos Acionistas Fundadores ao interesse social da InvestTur. O mecanismo se justificaria, nesta perspectiva, se levarmos em conta que, após o IPO da InvestTur (oferta exclusivamente primária), a participação acionária dos Acionistas Fundadores se tornou irrisória e, junto com ela, também a sua exposição econômica aos resultados da InvestTur. E as debêntures aparentemente poderiam produzir esse efeito, já que, nos termos da escritura de emissão, a valorização das ações da InvestTur determinava tanto o resultado da fórmula de conversão das debêntures quanto a sua remuneração.
60. Ademais, as ações resultantes da conversão estavam sujeitas a um período de "lock up" que variava entre 5 e 7 anos, assegurando o compromisso dos Acionistas Fundadores com o desempenho da InvestTur no longo prazo.
61. Todas essas características aproximam as debêntures de clássicos instrumentos de alinhamento de interesses, como, por exemplo, as opções de compra outorgadas a administradores[19] (§ 3º do art. 168[20]). Vale notar que o prospecto definitivo do IPO da InvestTur se referia às debêntures conversíveis como "*mecanismo de estímulo aos nossos Acionistas Fundadores para a implementação da Oferta*" (p. 10).
62. Ante o exposto, parece-me que as debêntures, vistas isoladamente, não representavam verdadeiro "mecanismo de controle". Na verdade, a característica mais marcante das debêntures conversíveis estava no seu potencial de recompensar os Acionistas Fundadores pelo bom desempenho da InvestTur e, assim, alinhar os respectivos interesses.

#### V.B. Disciplina Estatutária da Eleição dos Conselheiros

63. Os recorrentes alegam que o estatuto social da InvestTur funcionava como "mecanismo de controle" em função da regulação das seguintes matérias: (i) indicação automática dos membros do conselho de administração em exercício para reeleição; e (ii) obrigatoriedade de comunicação à InvestTur com cinco dias de antecedência sobre desejo de indicar uma ou mais pessoas para compor o conselho de administração sem, no entanto, obrigar que os então membros do conselho de administração aceitassem essa indicação.

##### V.B.1 A indicação automática dos membros do conselho de administração

64. O § 4º do art. 6º do estatuto social da InvestTur dispunha o seguinte:

*"Art. 6º - (...) Parágrafo Quarto - Os membros do Conselho de Administração em exercício serão*

*considerados automaticamente indicados para re-eleição por proposta conjunta dos membros do Conselho de Administração. Caso não tenha sido solicitado o processo de voto múltiplo, os membros do Conselho de Administração deliberarão por maioria absoluta dos presentes para propor o nome de candidatos substitutos para o lugar de qualquer Conselheiro em exercício que declinar da re-eleição, na medida em que tal indicação for necessária para compor uma chapa completa de candidatos para as vagas no Conselho, observado o disposto no Artigo 17 abaixo. Caso tenha sido solicitado o processo de voto múltiplo, cada membro do Conselho de Administração em exercício será considerado um candidato à re-eleição para o Conselho de Administração e não serão indicados candidatos substitutos para o lugar de qualquer Conselheiro em exercício que declinar da re-eleição".*

65. Não vislumbro nesta cláusula um verdadeiro "mecanismo de controle". Trata-se apenas de uma regra para facilitar o processo de eleição de membros para o conselho de administração, particularmente útil para companhias de capital disperso.

#### V.B.2 Indicação de pessoas para compor o conselho de administração

66. O § 6º do art. 6º do estatuto da InvestTur estabelecia o seguinte:

*"Art. 6º - (...) Parágrafo Sexto - Caso qualquer acionista deseje indiciar um ou mais representantes para compor o Conselho de Administração que não sejam membros em sua composição mais recente, tal acionista deverá notificar a Companhia por escrito com 5 (cinco) dias de antecedência em relação à Assembleia Geral que elegerá os Conselheiros, informando o nome, qualificação e o currículo profissional completo dos candidatos. Caso receba uma notificação relativa a um ou mais candidatos a Conselheiros, a Companhia, divulgará o recebimento e o teor da notificação: (i) imediatamente, por meio eletrônico, para a CVM e para a BOVESPA; e (ii) em até 2 (dois) dias do recebimento da notificação, computados apenas os dias em que houver circulação dos jornais habitualmente utilizados pela Companhia, mediante a publicação de aviso aos acionistas"*

67. Entendo que a posição já consolidada pela CVM demonstra a irregularidade do dispositivo em questão. Com efeito, embora a lei acionária não discipline o procedimento de indicação de pessoas para o preenchimento de vagas no conselho de administração (raciocínio que também se aplica ao conselho fiscal), a regra proposta pela InvestTur acaba dificultando o exercício do direito essencial de fiscalização dos negócios sociais (art. 109, III, da lei acionária<sup>[211]</sup>) e, nessa medida, viola o preceito segundo o qual "[o]s meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia geral" (§ 2º do art. 109).
68. Este é exatamente o entendimento do Colegiado, manifestado no julgamento do Processo CVM n.º RJ 2007/0191, julgado em 23.1.2007 (antes mesmo da oferta pública inicial da InvestTur, vale frisar). Nos termos da ata da reunião do Colegiado, "é ilegal a disposição estatutária que impõe requisitos temporais de indicação de conselheiros de administração a serem eleitos (...), proibindo, desse modo, o exercício do direito de indicação e eleição desses mesmos conselheiros no momento da assembleia, ou em momento anterior expressamente imposto pela lei", eis que os "acionistas têm o direito de se reunir, discutir, aglutinar votos e indicar o conselheiro durante a própria assembleia, e não há autorização legislativa para que o estatuto retire esse direito"<sup>[221]</sup>.
69. Não obstante a ilegalidade da cláusula estatutária, não me parece que ela tivesse força suficiente para desempenhar o papel de "mecanismo de controle", uma vez que a indicação de pessoas para compor o conselho de administração, e conseqüentemente a possibilidade de substituição de administradores, apesar de restringida, permanecia ao alcance dos acionistas da InvestTur.

#### V.C Contrato de Consultoria

70. No caso do contrato de consultoria, o que, de pronto, chama a atenção é o regramento relativo à rescisão do contrato.
71. Por se tratar de contrato com prazo determinado, a rescisão unilateral imotivada estaria, em princípio, vedada. E, se o objetivo era reter os Acionistas Fundadores na InvestTur, devido ao seu *know how*, nada melhor do que uma obrigação contratual de prestar serviços à companhia por prazo certo - ainda que os Acionistas Fundadores renunciassem aos seus cargos de administradores, não poderiam, contudo, resilir o contrato de consultoria sem terem que, no mínimo, responder pelas perdas e danos correspondentes.
72. Por esse motivo é que causa estranheza a cláusula contratual que autoriza a GR Consultoria, e só ela, resilir o contrato quando lhe parecer oportuno, com direito, frise-se, de receber integralmente o valor acordado, a saber, algo em torno de R\$ 10 milhões. Será que esse valor seria suficiente para afastar movimentos hostis, visando à modificação do controle? Parece-me muito improvável.
73. Os reclamantes argumentam que o contrato de gestão dava plenos poderes de decisão aos Acionistas Fundadores. Não me parece que isso seja verdade.
74. O que o contrato de consultoria revelava, no máximo, era a forma como a InvestTur dependia da GR Consultoria para implementar seu "*business plan*". Isto porque, de acordo com o contrato, a GR Consultoria era responsável, em um primeiro momento, pela prospecção de novos negócios e pela elaboração de pré-projetos, que eram encaminhados ao conselho de administração da InvestTur com uma opinião da GR Consultoria sobre a sua viabilidade econômica.
75. Além disso, caso o conselho de administração da InvestTur fosse favorável ao empreendimento, a GR Consultoria se responsabilizava pela elaboração de um projeto executivo e pelo acompanhamento da sua execução.

76. Por fim, é de se destacar que cabia à GR Capital Consultoria a interlocução com órgãos de financiamento de infraestrutura.
77. Não eram poucas as obrigações da GR Consultoria, nem, muito menos, triviais. E tanto era assim que a própria InvestTur reconheceu a importância dos serviços da GR Consultoria, enfatizando na seção "Fatores de Risco" do prospecto definitivo do IPO que *"nosso êxito futuro dependerá, em grau significativo, da experiência e dos serviços prestados pela GR Capital Consultoria, e esperamos confiar plenamente neles para a implementação de nossas políticas e estratégias operacionais"*. Ademais, ainda neste mesmo documento, reconhecia-se que a GR Consultoria poderia resilir o contrato de consultoria a qualquer momento e advertia que, neste caso, *"nossa capacidade [da InvestTur] de implementar nossa estratégia de negócios e o valor das nossas Ações, provavelmente, serão prejudicados de modo relevante"*, bem como que a InvestTur poderia não ser capaz de *"encontrar substituto adequado em termos comerciais razoáveis ou mesmo de encontrar qualquer substituto"* (p. 47).
78. Outro ponto do prospecto definitivo que merece destaque é a seção "*Nossas Atividades*", onde se registrou que um dos pontos fortes da estratégia de negócios da InvestTur era a chamada *Gestão Qualificada*, expressão que designava os Acionistas Fundadores e a GR Capital Consultoria, cuja experiência no setor imobiliário foi ressaltada inúmeras vezes naquele documento.
79. Além dessas considerações sobre o modelo de negócios da InvestTur, vale lembrar que esta companhia foi constituída pelos Acionistas Fundadores com uma companhia pré-operacional, cujo maior ativo era a experiência dos próprios Acionistas Fundadores à frente de outros negócios no setor imobiliário.

#### V.D Verdadeiros mecanismos de controle?

80. Tendo tudo isto em vista, entendo que era inequívoca a influência que os Acionistas Fundadores exerciam sobre a condução dos negócios da InvestTur; mas, ao mesmo tempo, também acredito que esta influência era muita mais uma situação fática, de dependência do modelo de negócios, do que uma situação sustentada por verdadeiros "mecanismos de controle".
81. E a análise daquilo que os recorrentes chamaram de "mecanismos de controle" não altera em absolutamente nada esta conclusão. Mesmo a consideração do todo por eles formado não é suficiente para afastar a precariedade do poder exercido pelos Acionistas Fundadores sobre a InvestTur.
82. É bem verdade que existiam, como vimos, algumas barreiras à aquisição e ao livre exercício do controle sobre a InvestTur; mas, seja do ponto de vista isolado, seja do ponto de vista do conjunto por eles formados, não consigo vislumbrar como, neste caso, as debêntures, o contrato de consultoria e outros "mecanismos"[\[23\]](#) poderiam servir de instrumento para o exercício de um controle que poderia ser alienado.
83. Daí porque, mesmo que se aceitasse que o estatuto estendeu as hipóteses de obrigatoriedade de OPA para casos de alienação de controle não acionário, o fato é que, no presente caso, não me parece que InvestTur estava, antes da Operação, sujeita a um controle passível de alienação.

#### VI. Considerações Finais

84. Embora o presente caso bordeje diversos temas polêmicos, seu deslinde prescinde da consideração mais aprofundada de vários desses temas.
85. Assim, não parece que temos que enfrentar a sempre tortuosa tarefa de analisar se há ou não há uma alienação *indireta* de controle. Ao entender que o art. 254-A e as regras contidas no estatuto social da InvestTur remetem, expressa ou implicitamente, à noção de controle *acionário*, parece inevitável que, na ausência de um controle *acionário*, não haveria mais nenhuma questão, de interpretação legal, para se enfrentar[\[24\]](#).
86. Mas não é só. Tampouco se tratou, no presente caso, dos efeitos que a relação travada entre várias operações pode trazer para a interpretação e para a determinação do regime jurídico aplicável. Afinal, da mesma forma que "*[a] teoria da coligação contratual representa (...) uma tentativa de adaptação dos modelos contratuais e das técnicas de interpretação existentes à realidade das modernas e complexas operações econômicas*"[\[25\]](#), parece-me que, no âmbito societário, é necessário avançar com o raciocínio e considerar que operações mutuamente condicionadas, assim como outras operações implícita ou explicitamente vinculadas, tal como parece acontecer com a Operação, devem ser interpretadas sem ignorar o todo que elas compõem.
87. A questão se resolve, como disse, sem a necessidade de aprofundamento da análise desses pontos. Basta identificar, como se fez o correr deste voto, que a OPA por alienação de controle, seja aquela decorrente do regime legal, sejam as OPAs estatutárias, demandam, em todas as hipóteses, a transferência de posição acionária. E, indo além, mesmo que se reconhecesse que, no caso das OPAs estatutárias, se poderia prescindir dessa situação, o quadro desenhado no presente caso nem mesmo autoriza o reconhecimento de uma posição controladora passível de cessão.
88. Daí porque reitero meu entendimento de que a Operação não fez surgir a obrigação de se lançar uma OPA, acompanhando, assim, o voto da diretora relatora.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2012.

Otavio Yazbek  
Diretor Relator



[1] Quanto a este ponto, é bom ter claro que, de acordo com a ata da AGE realizada no dia 19.2.2009, a Amber Latam Opportunities, LLC votou contra todas as etapas da Operação e que o tempo que transcorreu até o protocolo da reclamação não é “estranho”. Parece-me mesmo muito razoável a afirmação dos recorrentes de que o único prazo que se aguardou foi o do registro de OPA pela LAHotels (o que obviamente não ocorreu), sendo que o restante da “demora” se justificaria pela complexidade da matéria.

[2] 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.

[3] O capital da InvestTur, antes da Operação, não estava totalmente disperso no mercado. Neste momento, sete investidores eram titulares de mais de 5% das ações de emissão da InvestTur, sendo um titular de 12,05%, outros três de um pouco mais de 8% e os demais, de 7,80%, 6,45% e de 5,42%.

[4] Qualquer outra interpretação envolveria afastar a posição, já firmada pela CVM, de que o art. 254-A pressupõe a existência de um controlador a alienar o controle e que, portanto, operações a partir das quais o controlador simplesmente adquire o controle não deflagram a obrigatoriedade de o adquirente realizar uma OPA. Cf., exemplificativamente, o voto do então presidente da CVM, Marcelo Trindade, no âmbito do Processo CVM n.º RJ 2006/6209, julgado em 25.9.2006. Cf., porém, a sugestão de enfoque proposta por Eduardo Secchi MUNHOZ (Aquisição de Controle na Sociedade Anônima, São Paulo: Saraiva, 2013, pp. 350-353).

[5] Como mencionei no parágrafo 6 desta declaração, uma etapa da Operação envolveu a alteração do estatuto social da InvestTur que, por ter excluído um artigo estatutário, acabou por renumerar todos os seguintes. Por conta disso, é possível encontrar, nos autos deste processo, referência a números distintos dos artigos estatutários. Para facilitar a referência, utilizar-me-ei da versão do estatuto mencionada na reclamação, no recurso e nas manifestações da InvestTur, a saber, aquela vigente até a data da aprovação da Operação – na versão consolidada com a Operação, o número dos artigos é sempre um número a menos.

[6] Estou usando como base para a elaboração do voto a redação do estatuto aprovada pela assembleia geral extraordinária da InvestTur de 4.4.2008, cuja ata foi protocolada no sistema IPE em 4.4.2008 sob o número n.º 157.137. A cópia do estatuto que consta dos autos (fls. 104-125) reflete a redação aprovada pela assembleia geral extraordinária da InvestTur de 18.2.2009, cuja ata foi protocolada em 19.2.2009, sob o n.º 191.289. Pelo menos no que se refere aos dispositivos mencionados nesse voto, a diferença entre as duas versões é a de na redação aprovada em 19.2.2009, a numeração dos artigos diminuiu em um número, dada a exclusão do art. 21.

[7] Segundo o parecerista contratado pela InvestTur, o capítulo VII do estatuto, no qual se inserem todas as cláusulas em exame, recebe o eloquente título “Da Alienação do Controle Acionário”. Mas não seria só isso. A definição estatutária de Controle Difuso (“exercido por acionista detentor de menos de 50% do capital social da Companhia”) e de Acionista Adquirente, bem como o próprio art. 37, no seu caput e nos seus §§ 2º e 3º refeririam, expressamente, às ações como objeto da alienação de controle – enquanto o primeiro estabelece a obrigação de o adquirente do controle realizar a “oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas”, o segundo vedaria a transferência, pelo “acionista Controlador alienante ou o Grupo de Acionistas Controlador alienante”, da “propriedade de suas ações, nem a Companhia poderá registrar qualquer transferência de ações enquanto o comprador não subscrever o Termo de Anuência dos Controladores a que alude o Regulamento de Listagem do Novo Mercado”.

[8] Como bem observam os recorrentes, a única diferença diz respeito a “um pequeno erro de transcrição”, pois na definição do estatuto está escrito “Controle (...) significa o poder efetivamente utilizado para dirigir as atividades sociais” enquanto que na definição do estatuto está escrito “Controle (...) significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais”.

[9] Nos termos do regulamento, “Poder de Controle” é definido como “o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito”, sendo que “[h]á presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao grupo de pessoas vinculado por acordo de acionistas ou sob controle comum (‘grupo de controle’) que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante”.

[10] “Artigo 41 – (...) Parágrafo 2º - O preço de aquisição na OPA de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 120% (cento e vinte por cento) do preço de emissão das ações no mais recente aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 (vinte e quatro) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA nos termos deste Artigo 41, devidamente atualizado pelo IPCA até o momento do pagamento; e (iii) 120% (cento e vinte por cento) da média ponderada da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 (noventa) dias de negociação anterior à realização da OPA na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia”.

[11] O trecho da manifestação da InvestTur que trata deste assunto diz o seguinte: “Não há que se falar, de igual modo, em violação ao estatuto social da InvestTur, na medida em que o parágrafo 8º do seu artigo 41 é expresso ao excluir a incorporação da necessidade de realização de oferta pública”.

[12] Cf. M. CARVALHOSA, *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira - Alguns Aspectos de sua Legalidade*, In: R. R. M. CASTRO e L. S. ARAGÃO (coords.), “Direito Societário - Desafios Atuais”, São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 25: “Voltemos às cláusulas estatutárias de defesa. Tais iniciativas ou mecanismos de manutenção do poder de controle podem ser

adotados previamente, através de (i) cláusulas estatutárias; (ii) emissão de debêntures resgatáveis; ou (iii) emissão de bônus de subscrição, ambos vinculados às ações emitidas ou, posteriormente, ao anúncio de uma oferta hostil de aquisição do poder de controle, mediante (i) o resgate de valores mobiliários; e (ii) a compra ou venda de ativos”.

[13] Conforme a taxa de conversão estipulada na escritura de emissão das debêntures, o desconto dado aos Acionistas Fundadores seria tanto maior quanto mais alta fosse a diferença entre a cotação das ações no momento da conversão e a cotação histórica na data do IPO da InvestTur. Coerentemente, se a cotação das ações, no momento da conversão das debêntures, estivesse abaixo do preço praticado na oferta pública inicial da InvestTur, os Acionistas Fundadores receberiam apenas 1 ação por cada debênture.

[14] *Poison pill*, aqui, é espécie do gênero medidas defensivas, e não guarda qualquer semelhança, exceto funcional, com o que se veio a chamar, no Brasil, de *poison pill*, vale dizer, com as cláusulas estatutárias que estipulam a obrigação de o adquirente de determinada participação acionária formular oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da companhia.

[15] Essas disposições representam, em alguma medida, o que já estava previsto no § 2º do art. 57 da lei acionária.

[16] Art. 231. *A incorporação, fusão ou cisão da companhia emissora de debêntures em circulação dependerá da prévia aprovação dos debenturistas, reunidos em assembléia especialmente convocada com esse fim.*

[17] Art. 174. (...) § 3º *Se houver em circulação debêntures emitidas pela companhia, a redução do capital, nos casos previstos neste artigo, não poderá ser efetivada sem prévia aprovação pela maioria dos debenturistas, reunidos em assembléia especial.*

[18] Há, na doutrina, quem entenda que o art. 232 da lei acionária não se aplicaria aos titulares de debêntures, muito por conta da existência de mecanismo próprio a tutelar os interesses dos debenturistas. Veja, por todos, C. M. TOMAZELLA. *Proteção de Acionistas e Credores nas Operações de Incorporação Envolvendo Sociedades Anônimas*. Dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2011, pp. 156 e 160.

[19] Ao contrário do que usualmente ocorre com as opções, no entanto, as debêntures eram conversíveis em ações a qualquer momento, de acordo com a vontade de seus titulares, inexistindo, portanto, qualquer “período de maturação” ou “*vesting period*”.

[20] Art. 168. (...) § 3º *O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle.*

[21] Art. 109. *Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:*

(...) III - *fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;*

[22] O então presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, ficou vencido nesse ponto, pois entendeu que “*não se trata de caso de ilegalidade da redação proposta pela Sadia, mas apenas da possibilidade de uma interpretação ilegal de tal cláusula*”, concluindo que, na sua opinião, “[*ess*]a cláusula pode ser útil como mensagem para os acionistas quanto à necessidade, quanto possível, de permitir que os demais votantes tenham conhecimento do nome dos indicados, e possam avaliá-los com mais antecedência, organizando-se mais adequadamente os trabalhos da assembléia e o funcionamento do processo eleitoral e, teoricamente, até mesmo contribuindo para a melhor qualidade dos eleitos” e que, por isso, ele se contentaria, “*na linha da mínima intervenção possível, em declarar que uma interpretação restritiva seria ilegal, mas não a norma em si*”. O então diretor da CVM, Pedro Oliva Marcílio de Sousa, por outro lado, e no que foi seguido pela então diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, entendeu que “*a regra estatutária proposta não permite [a] interpretação [dada pelo então presidente da CVM], pois se diz que o acionista ‘deverá notificar por escrito com, no mínimo 10 (dez) dias de antecedência (...) informando o nome (...)’*”.

[23] Além dos pontos acima mencionados, pode-se mencionar outro, que era a representatividade dos Acionistas Fundadores no conselho de administração da InvestTur em face do quorum previsto para a deliberação de algumas matérias.

[24] Fica postergada, assim, mais uma vez a discussão, no âmbito do Colegiado da CVM, sobre o alcance da expressão *alienação indireta*. Teria ela abarcado as operações societárias? O voto que o então diretor Marcos Barbosa Pinto apresentou no âmbito do Processo CVM n.º RJ 2008/4156 (julgado em 17.6.2008) embora aponte para uma interpretação mais restritiva desta expressão, conclui que os fatos daquele caso não se enquadravam na posição defendida pelo então diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa no âmbito do Processo CVM n.º RJ 2005/4069 (julgado em 11.4.2006) sobre alienação indireta. Neste segundo caso, Pedro Oliva Marcílio de Sousa reconhece que “[*b*]oa parte da objetividade do critério proposto nos parágrafo acima se perde em razão da utilização da expressão ‘alienação direta e indireta’, no caput e no §1º do art. 254-A”.

[25] F. P. C. MARINO, *Contratos Coligados no Direito Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 4.