

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 11**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**julho / dezembro de 2012**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

**Editores:** Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

**Conselho Editorial:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

**Conselho Executivo:** Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto e Viviane Perez.

**Pareceristas deste número:** Adem Bafti (UNIVAP), Davi Antônio Gouvêa Costa Moreira (SEUNE), Eduardo Takemi Kataoka (UERJ), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Marcelo Lauar Leite (UFERSA) e Rodrigo Rocha Monteiro de Castro (Mackenzie – SP).

**PATROCINADORES:**

ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — n° 11 (Julho/Dezembro de 2012)  
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---

\* Publicada no segundo semestre de 2014.

**A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES POR  
ATINGIMENTO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA  
RELEVANTE INSTITUÍDA PELO CAF<sup>1</sup>**

**THE TENDER OFFER FOR ACQUISITION OF MATERIAL  
EQUITY INTEREST ESTABLISHED BY CAF**

*Ligia Padovani*

*Resumo:* Este artigo pretende tecer impressões iniciais acerca da novel OPA por atingimento de participação acionária relevante instituída pelo Comitê de Aquisições e Fusões – CAF, entidade de autorregulação voluntária do mercado de capitais brasileiro, destacando seus principais aspectos, hipóteses de incidência, as fontes de inspiração, bem como as problemáticas que envolvem o modelo adotado por essa entidade como forma de garantir as tão almejadas, pelo mercado, condições equitativas entre acionistas em operações de tal natureza.

*Palavras-chave:* Autorregulação. CAF – Comitê de Aquisições e Fusões. Oferta Pública de Aquisição de Ações. OPA por atingimento de participação acionária relevante.

*Abstract:* The objective of this paper is to weave initial impressions of the novel tender offer for acquisition of material equity interest established by Comitê de Aquisições e Fusões – CAF, a voluntary self-regulation entity of the Brazilian capital market, highlighting its key aspects, hypothesis of incidence and sources of inspiration that underlies the model adopted by the entity, in order to ensure the desired equitable conditions between shareholders in operations of such nature.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 14.11.2014 e aceito em 05.12.2014.

*Keywords:* Self-Regulation. Comitê de Aquisições e Fusões - CAF. Tender Offer. Tender Offer for Acquisition of Material Equity Interest.

*Sumário:* Introdução. 1. Breves Considerações acerca da Regulação e Autorregulação no Mercado de Capitais Brasileiro. 1.1. A Autorregulação Voluntária. 2. O CAF e sua Inspiração (Takeover Panel Britânico). 3. As Ofertas Públicas de Aquisição de Ações. 4. Comentários sobre as Cláusulas de “Poison Pills” Brasileiras. 5. OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante instituída pelo CAF. 5.1. Os Casos GVT-Vivendi e Sadia-Perdigão e a atuação do CAF. 5.2. O Percentual Mínimo de Disparo da OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante. 5.3. Uma Análise Crítica da OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante. Conclusão.

## **Introdução.**

Não é de hoje que discussões envolvendo o poder de controle e sua transferência existem no mundo do mercado de capitais, gerando inúmeras controvérsias a respeito do assunto. A (falta de) regulação das OPAs relacionadas à aquisição de participação acionária relevante que pode ou não caracterizar o controle minoritário, por vezes, é capaz de impedir a realização de operações eficientes e de interesse da companhia, ao mesmo tempo em que, em sentido oposto, permite a cristalização de estruturas de capital concentrado ineficientes.

Com foco nisso, o presente artigo traz, inicialmente, breves considerações a respeito da autorregulação no mercado de capitais. A

seguir, considerando sua fonte de inspiração, será a vez de conceituar e caracterizar o CAF e as operações sujeitas à sua autorregulação voluntária.

Em seguida, será apresentada uma visão geral das ofertas públicas de aquisição de ações previstas na regulamentação brasileira, bem como nos estatutos sociais das companhias – as chamadas, na realidade brasileira, cláusulas de manutenção à dispersão acionária (*poison pills*), para, então, ser feita uma exposição sobre a OPA por atingimento de participação acionária relevante instituída pelo CAF, inclusive a fim de se identificar eventuais semelhanças entre os diversos modelos existentes.

Nesse contexto, a análise dos casos GVT-Vivendi e Sadia-Perdigão se faz relevante, na medida em que representam tentativas de *takeover* no mercado acionário brasileiro que, por suas características, se submetidos à atuação (*real time*) do CAF, poderiam ter sido conduzidos de forma distinta e tido outro desfecho que não aquele ocorrido nos casos concretos.

Por fim, será feita uma análise crítica da OPA por atingimento de participação acionária relevante com a apresentação de possíveis problemáticas decorrentes de sua aplicação, a fim de se concluir se essa pode ou não ser uma ferramenta eficiente para corrigir determinadas falhas do mercado acionário brasileiro.

## **1. Breves Considerações Acerca da Regulação e Autorregulação no Mercado de Capitais Brasileiro.**

A evolução e dinamização do mercado de capitais brasileiro nos últimos tempos foram acompanhadas pela adoção de várias medidas de política econômica e por uma regulação cada vez mais intensa, com um grande número de normas direcionadas a todas as atividades e agentes do mercado de capitais que visam ao aumento da liquidez e da captação de recursos de forma direta pelas companhias abertas.

Embora não haja uma definição única do que seja regulação<sup>2</sup>, pode-se caracterizá-la, no âmbito do mercado de capitais, pela atuação do Estado - por meio da edição de normas - com o objetivo de ordenar e regulamentar as condutas dos participantes do mercado, bem como de fiscalizar o seu cumprimento.

Nas palavras de Carlos Ari Sunfeld:

A regulação é - isso sim - característica de certo modelo econômico, aquele que o Estado não assume diretamente o exercício de atividade empresarial, mas intervém enfaticamente no mercado utilizando instrumentos de autoridade. Assim, a regulação não é propriamente de certa família jurídica, mas sim uma opção de política econômica.<sup>3</sup>

No Brasil, as funções normativas do mercado de capitais exercidas pelo Estado foram atribuídas ao Conselho Monetário Nacional (“CMN”), à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), autarquia criada nos termos da Lei nº 6.385/76, e ao Banco Central do Brasil (“BACEN”), sendo que compete primordialmente ao primeiro

---

<sup>2</sup> “Do ponto de vista teórico não é fácil definir o que seja regulação. Um das formas de se entender a regulação é descrevê-la como o instrumento utilizado pelo Estado na ordenação e organização dos mercados (GRAU, 2002, p. 136). Pode-se entender regulação como poderes e ações decorrentes da intervenção do Estado quando este manifesta objetivos declaradamente econômicos (SUNDFELD, 2002, p. 18). Outra possibilidade é entender a regulação como controle legislativo e administrativo exercido por meio de impostos, subsídios, controle sobre ingresso nos mercados (POSNER, 2004, p. 50). Pode-se adotar ainda a visão de que existem ao menos três formas de regulação: a econômica, que interfere diretamente nas relações de mercado; a social, que protege os interesses públicos, tais como meio ambiente e segurança; e a administrativa, que são regras por meio das quais os governos coletam informações e intervêm em decisões econômicas individuais (OCDE, 1997)” (SANT’ANA, Diogo de. *Conjuntura da Regulação no Brasil: conflitos e convergências*. In: SHAPIRO, Mario Gomes (Coord.). *Direito Econômico Regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 366. No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de Capitais e Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 13).

<sup>3</sup> SUNDFELD, Carlos Ari. *Serviços públicos e regulação estatal*. In: SUNDFELD, Carlos Ari (Coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros/SBDP, 2000. p. 23.



órgão definir a política de organização e funcionamento do mercado de capitais, orientando a atuação destas duas últimas instituições.

Tendo em vista que, nem sempre, o Estado é capaz de, sozinho, intervir diretamente nos negócios dos participantes do mercado, há situações em que eles mesmos, visando ao próprio interesse e a altos padrões de qualidade e eficiência na regulação de suas atividades, organizados em instituições ou associações privadas, supervisionados pelo Estado e dentro dos limites estabelecidos por lei, têm poderes para estabelecer normas específicas relacionadas às suas atividades e fiscalizar o seu efetivo cumprimento. É a denominada autorregulação.

De natureza obrigatória para os membros a que se destina e a ela, de alguma maneira, aderem, a autorregulação nada mais é do que a derivação da função normativa regulamentar exercida pelo Poder Executivo, isto é, a atribuição de poderes a entidades privadas para normatização e fiscalização de matérias específicas relacionadas aos seus segmentos de atuação.

Outra característica da autorregulação é o seu caráter coletivo, ou seja, os próprios regulados, ao se organizarem no intuito de regulamentar suas atividades, editam normas cogentes direcionadas a todos os participantes de um determinado grupo. Para Otávio Yazbek<sup>4</sup>, a autorregulação nada mais é do que uma espécie de arranjo especial para que as atividades regulatórias se desenvolvam.

Os objetivos almejados pela autorregulação, portanto, consistem em: (i) evitar uma intervenção estatal direta, distorcida e desfocada da realidade do mercado, uma vez que os participantes são os melhores e maiores conhecedores dos anseios e das necessidades regulatórias das suas atividades; (ii) garantir a segurança jurídica e o desenvolvimento do mercado de maneira mais eficiente e com qualidade; e, por fim (iii) atrair mais investimentos, aumentando a credibilidade no mercado e a confiabilidade dos investidores.

---

<sup>4</sup> YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 213.

Vale observar que tanto a regulação quanto a autorregulação são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, especialmente em razão da morosidade do Congresso Nacional na edição de leis capazes de acompanhar a sofisticação e especialidade das operações, bem como a criatividade dos participantes do mercado no ritmo que ele demanda.

É com base nessa sustentação mista, qual seja, regulação e autorregulação - que as economias modernas conduzem os seus mercados, visando ao aperfeiçoamento de sua estrutura regulatória e, conseqüentemente, das práticas desenvolvidas no âmbito do mercado de capitais.

### **1.1. A Autorregulação Voluntária.**

Conceitualmente, há duas espécies de autorregulação: legal e voluntária. A primeira se caracteriza pela delegação do poder regulamentar a determinada entidade pelo Poder Público decorrente, como o próprio nome indica, de expressa previsão legal nesse sentido, como é o caso das bolsas de valores, cuja autonomia administrativa, financeira, patrimonial e dever de fiscalização dos seus membros e das operações nelas realizadas estão previstos na Lei nº 6.385/76<sup>5</sup>.

No tocante à autorregulação voluntária, cabe aos próprios participantes a iniciativa de formalmente regulamentarem sua atuação no mercado mediante a criação de normas, cuja observação compete somente àqueles que voluntariamente se sujeitaram a tal regramento imposto pelo órgão regulador privado, sendo certo, por outro lado, que, caso se sinta prejudicado ou não haja mais interesse, o então participante tem plena autonomia para se desvincular.

---

<sup>5</sup> Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

A intervenção do Estado, nesses casos, só ocorre se o órgão regulador privado descumprir dispositivo de lei ou agir de forma a prejudicar o mercado com práticas anticompetitivas ou desleais.

Em geral, as atividades das entidades de autorregulação são desempenhadas adotando-se padrões diferenciados de conduta, por meio da atribuição de selos de qualidade, aconselhamento diante da realização de consultas, monitoramento dos participantes, entre outros procedimentos que, usualmente, estão dispostos nos chamados “Códigos de Conduta” dos órgãos reguladores.

Entre os exemplos da autorregulação voluntária, podem ser citadas entidades como ANBIMA, ABRASCA, APIMEC, IBGC, AMEC, CETIP e, a mais recente, o CAF.

Trata-se de entidades de iniciativa privada determinantes para a consolidação da estrutura regulatória dos agentes e operações do mercado de capitais brasileiro a que se destinam. É certo, ainda, que a própria CVM prestigia e valida a atuação de determinadas entidades de autorregulação.

Como exemplo da confiabilidade atribuída por esta Autarquia a tais entidades é preciso citar os convênios firmados com a ANBIMA<sup>6</sup> e o mais recente convênio celebrado com a Associação dos Apoiadores do Comitê de Aquisições e Fusões (“ACAF”), por meio do qual a CVM presume a regularidade das operações de reorganização societária entre partes relacionadas que passem pelo crivo do CAF<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Mútuo aproveitamento de termos de compromisso celebrados e de penalidades aplicadas no âmbito das duas instituições, bem como intercâmbio de informações e procedimento simplificado para os registros de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no mercado primário ou secundário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/convenios/convenios.asp>>. Acesso em: 06 jun. 2014.

<sup>7</sup> O presente Convênio tem por objeto: (i) estabelecer que as Operações de Reorganização Societária entre Partes Relacionadas que sigam o Código de Autorregulação e que sejam consideradas regulares pelo CAF no exercício de sua atividade de autorregulação gozarão, sem prejuízo do exercício das atribuições legais da CVM, de presunção de regularidade; e (ii) estabelecer mecanismos de cooperação entre a CVM e o CAF visando ao intercâmbio de informações sobre as

Verifica-se, pois, que as entidades de autorregulação voluntária exercem um grande papel no mercado de capitais brasileiro e podem influir significativamente no desenvolvimento do segmento, motivo pelo qual se faz necessária uma boa compreensão dos seus objetivos e procedimentos, de modo a combater suas fragilidades e garantir soluções de mercado eficientes em um ambiente competitivo.

## **2. O CAF e sua Inspiração (*Takeover Panel* Britânico).**

O Comitê de Aquisições e Fusões – CAF, conforme mencionado acima, é uma entidade privada e que funciona com base em um modelo de autorregulação voluntária. Foi constituído recentemente com o objetivo de assegurar a observância de condições equitativas nas ofertas públicas de aquisição de ações (“OPAs”) e operações de reorganização societária envolvendo companhias abertas.

A principal inspiração do CAF foi o modelo britânico do *Takeover Panel*, órgão de caráter autorregulatório na origem<sup>8</sup> que normatiza e fiscaliza as operações de fusão e aquisição no Reino Unido, com o objetivo de garantir um tratamento equitativo entre os acionistas e conferir transparência a tais operações.

Nos termos previstos na lei inglesa, o *Takeover Panel* é competente para (quando provocado por um acionista, investidor ou outros interessados ou, até mesmo de ofício) intervir em qualquer operação na qual entenda existir infração das normas de boa conduta comercial.

---

atividades voltadas à regulação e à fiscalização das Operações de Reorganização Societária entre Partes Relacionadas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/convenios/convenios.asp>>. Acesso em: 06 jun. 2014.

<sup>8</sup> O modelo do *Takeover Panel* inglês foi tão bem sucedido que, em 2007, as decisões proferidas por este órgão passaram a ter força vinculante em razão da sua elevação a nível de “órgão estatutário” previsto expressamente no *Companies Act*, momento a partir do qual lhe foram atribuídos poderes para impor sanções e executar suas próprias decisões.

À semelhança do modelo de autorregulação do *Takeover Panel*, o CAF também exerce função consultiva, de modo que as partes podem submeter à apreciação do órgão fatos específicos ou operações inteiras que já tenham ou não sido realizadas e divulgadas ao mercado, a depender do tipo da consulta, além da possibilidade de submissão de reclamações.

No que tange ao modo de atuação do CAF, a análise da operação é completa com a resolução dos problemas *real time* (e não *a posteriori* como ocorre no judiciário e tribunais arbitrais), além de contar com a atuação de profissionais multidisciplinares como interlocutores, com a qual pretende-se garantir flexibilidade para absorver o dinamismo do mercado.

Em síntese, os pilares de sustentação do novo modelo de autorregulação proposto pelo CAF são: (i) a adoção de um Código de Autorregulação<sup>9</sup> (“Código CAF”) que sintetiza um conjunto de princípios e regras em que aqueles prevalecem sobre estas; (ii) a adesão voluntária das companhias por meio de uma ampla reforma estatutária com a inclusão de cláusulas no sentido de que a companhia, seus acionistas e administradores estão obrigados a cumprir as regras do Código CAF e a respeitar as decisões por ele proferidas; (iii) a formação de um painel com membros independentes e altamente especializados; (iv) a possibilidade de atuação *real time* e somente se e quando provocado; (v) a rapidez nas decisões e (vi) a presunção de regularidade para as decisões do CAF nas operações de reorganização societária entre partes relacionadas pela CVM.

Por fim, vale ressaltar que a BM&FBovespa e a Azul foram as primeiras companhias a assinarem o termo de intenção de adesão ao Código CAF e as únicas que se tem conhecimento até o momento.

---

<sup>9</sup> CAF. *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões*. Disponível em: <[http://www.cafbrasil.org.br/website/\\_documentos/Codigo\\_CAF\\_Alterado\\_21012014.pdf](http://www.cafbrasil.org.br/website/_documentos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf)>. Acesso em: 06 jun. 2014.

### 3. As Ofertas Públicas de Aquisição de Ações.

As ofertas públicas de aquisição de ações caracterizam-se por ofertas lançadas, fora de bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, por qualquer entidade, com o intuito de adquirir uma determinada quantia ou todas as ações da companhia alvo da oferta.<sup>10</sup>

Com fundamento nas lições de Comparato<sup>11</sup>:

Reduzida à sua expressão mais simples, a operação consiste na oferta pública de aquisição, durante certo período, de todas ou parte das ações de determinada classe, ou de determinadas classes, de uma companhia, mediante pagamento de certo preço ou troca por ações ou debêntures de outra companhia. A oferta pública pode, teoricamente, objetivar ou não a tomada de controle da companhia visada, mas na quase totalidade dos casos este tem sido o objetivo efetivamente colimado pelo ofertante, e estimulado pela regulamentação normativa.

Nesse contexto, as OPAs podem ser classificadas em obrigatórias e voluntárias.

O primeiro grupo engloba as OPAs: (i) para cancelamento do registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado; (ii) decorrente do aumento de participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta a fim de evitar a baixa liquidez das ações desta companhia; e por fim, (iii) por alienação de controle, disciplinada no art. 254-A da Lei das S.A., que garante aos acionistas minoritários ao menos 80% do preço pago pelo adquirente pelo bloco de controle. Todas essas modalidades estão previstas na Instrução CVM 361 de 5 de março de 2002 (“Instrução CVM 361”).

---

<sup>10</sup> Artigo 2º, §3º da Instrução CVM nº 361 de 5 de março de 2002: “(...) considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante”.

<sup>11</sup> COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle da sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 242.

Ainda quanto à primeira classificação acima, recentemente, com a reforma do Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários, a BM&FBovespa estendeu, para as companhias listadas no Segmento Básico, a necessidade de realização de oferta pública de aquisição de valores mobiliários na hipótese de pedido de retirada ou exclusão de negociação no segmento (ainda que ela permaneça sendo uma companhia aberta), que já era obrigatória para as companhias abertas listadas no segmento especial do Novo Mercado.

No âmbito das OPAs obrigatórias decorrentes de disposição contratual estão aquelas que devem ser realizadas quando alguma pessoa, ou entidade, vier a atingir determinado percentual acionário previsto no estatuto social da companhia: são as chamadas cláusulas de *poison pills* brasileiras.

As OPAs voluntárias, por sua vez, não decorrem de um mandamento legal nem de previsões contratuais – seja por meio da inclusão de cláusulas de *poison pills* nos estatutos sociais de companhias abertas, seja por meio da celebração de contratos de adesão aos segmentos de listagem da BM&FBovespa – mas por uma decisão estratégica do ofertante, e estão relacionadas às situações de aquisição de ações e/ou do controle de companhia aberta e de OPA concorrente - previamente formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada.

Vale observar que a classificação das OPAs existentes atualmente no mercado de valores mobiliários brasileiro, tal como disposta na Instrução CVM 361 (mesmo após a sua reforma no ano de 2010), reflete o paradigma preponderante de determinada estrutura acionária nas companhias brasileiras, qual seja, a de controle concentrado<sup>12</sup>.

Nesse sentido, visando a proporcionar tratamento igualitário entre os acionistas titulares de ações de uma mesma classe, além de

---

<sup>12</sup> Não por outro motivo, o fato gerador da OPA obrigatória prevista no art. 254-A da Lei das S.A. supramencionado é a alienação de controle, hipótese aplicável somente às companhias que possuem controlador prévio, o que não é o caso das companhias com capital disperso (hipótese em que haveria aquisição originária de controle).

tratamento equitativo em relação aos detentores de outras espécies ou classes de ações também nas hipóteses de aquisição de participação acionária relevante ou aquisição originária de controle, o que estaria em consonância com as boas práticas de governança corporativa tão apreciadas nos últimos tempos, e, tendo em vista as controvérsias suscitadas na CVM a respeito do assunto, o CAF estabeleceu em seu Código uma nova modalidade de OPA obrigatória, a OPA por atingimento de participação acionária relevante, a qual será mais detidamente analisada adiante.

#### **4. Comentários sobre as Cláusulas de “Poison Pills” Brasileiras.**

Conforme visto acima, existe na realidade do mercado de valores mobiliários brasileiro uma modalidade de OPA que deriva de um compromisso contratualmente assumido em decorrência de expressa disposição estatutária de algumas companhias abertas, que são as denominadas *poison pills* brasileiras.

O termo *poison pill* se refere, originalmente, a qualquer mecanismo inserido no estatuto social de companhias de capital aberto que vise a dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil – diretamente endereçada aos acionistas da companhia, sem consulta prévia à sua administração.

No Brasil, esse instrumento jurídico adquiriu nova forma, sendo comum a sua apresentação por meio da obrigação de realização de oferta pública para a aquisição de ações endereçada a todos os acionistas da companhia, por preço substancialmente acima do praticado no mercado, no caso de aquisição da porcentagem de ações determinada nos estatutos sociais<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> O termo *poison pill* tem sido empregado pela mídia e pela doutrina brasileiras. Foi emprestado do direito societário norte-americano, que o utiliza para referir-se a uma das técnicas possíveis de defesa contra aquisições hostis de controle, ou mesmo a um conjunto dessas técnicas. Cf. LIPTON, M. e ROWE, P. Pills, polls and professor: a reply to professor Gilson. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 27, 2002, p. 1-35. Embora o significado da expressão seja muito diferente nos Estados



As características mais usuais das *poison pills* constantes da maioria dos estatutos sociais de empresas que realizaram abertura de capital (*initial public offering*, ou IPO) após 2004 no Brasil são: (a) gatilho de 10% a 30%; (b) ágio de 20% a 50%; e (c) não se aplicam a acionistas que detinham percentual igual ou maior que o gatilho quando da adoção da *poison pill*. Via de regra, essa cláusula estatutária pode ser alterada por deliberação da assembleia geral de acionistas, contudo, algumas companhias, além da *poison pill*, fazem constar em seus estatutos uma outra forma de proteção, conhecida como cláusula pétrea, que impõe restrições ou punições ao acionista que votar pela supressão da *poison pill* quando da realização de assembleia geral, obrigando-o a realizar uma oferta pública de aquisição de ações.

Em resumo, a adoção da *poison pill* serve como estímulo à dispersão acionária (e como medida de evitar a reconcentração de poder pós pulverização), e também como mecanismo de proteção ao controle minoritário. Sua adoção pode ser percebida como útil e benéfica para a companhia, p. ex., se utilizada com gatilho e ágio adequados e por tempo determinado em período de transição entre a existência de controlador definido para controle minoritário ou ausência de controlador.

Por outro lado, a adoção de *poison pills* também pode gerar o “encastelamento” da administração em empresas de capital pulverizado, dada a dificuldade de surgir controlador, minoritário ou majoritário. Nestas companhias, essas perdas podem se tornar um problema significativo, pois a dispersão acionária reduz os incentivos de cada acionista para monitorar a gestão da companhia<sup>14</sup> e este

---

Unidos, de onde foi originada, no Brasil difundiu-se para designar as cláusulas estatutárias de companhias que estabelecem a obrigação de lançar oferta pública de aquisição, desde que assumida a titularidade de um percentual mínimo de ações. In MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 109.

<sup>14</sup> A oferta hostil não só elimina as perdas *ex post*, por meio da substituição dos administradores, como também as reduz *ex ante*, pois a simples ameaça de uma troca de controle cria um incentivo para que os administradores sejam mais eficientes e leais para com os acionistas.

mecanismo de defesa de tomada do controle pode suprimir o incentivo aos administradores para que empreguem seus melhores esforços na alocação eficiente dos ativos sociais; além de, eventualmente, desestimular ou impedir operações societárias (como alteração do controle) que poderiam ser benéficas à companhia por onerá-las excessivamente.

Além disso, se uma *poison pill* for utilizada com gatilho e ágio inadequados, pode reduzir significativamente o valor de mercado da companhia. Uma *poison pill* inadequada ou muito restritiva pode, ainda, inviabilizar uma aquisição potencialmente boa do ponto de vista econômico para a companhia alvo – já que procura determinar, de antemão, critérios para fixação de um preço mínimo para a aquisição do controle, que na maioria das vezes, é um valor muito alto e distorcido da realidade de mercado.

Conforme será demonstrado no tópico a seguir, embora o CAF proíba as companhias de incluírem em seus estatutos sociais disposições que estabeleçam obrigação de realizar OPA quando se atinge determinada participação acionária distinta daquela regulada pelo Código CAF, a *poison pill* brasileira se assemelha, em determinados aspectos, à OPA por atingimento de participação acionária relevante instituída por essa entidade.

## **5. OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante instituída pelo CAF.**

Nos termos do Código CAF<sup>15</sup>:

“*Participação Acionária Relevante*” significa a titularidade de ações com direito a voto de emissão da Companhia Aderente em percentual igual ou superior ao fixado no estatuto social da Companhia Aderente, o qual não poderá ser inferior a 20% (vinte por cento)

---

<sup>15</sup> CAF. *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões*, p. 15. Disponível em: <[http://www.cafbrasil.org.br/website/\\_documentos/Codigo\\_CAF\\_Alterado\\_21012014.pdf](http://www.cafbrasil.org.br/website/_documentos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf)>. Acesso em: 06 jun. 2014.

nem superior a 30% (trinta por cento) do seu capital votante.

A OPA por atingimento de participação acionária relevante instituída pelo CAF considera, portanto, que as companhias aderentes estabeleçam um percentual entre 20% e 30% do seu capital social como gatilho para o obrigatório lançamento de oferta pública de ações destinada a outros acionistas da companhia pelo maior preço pago pelo adquirente nos últimos 12 meses ou preço a ser definido pelo CAF, em situações excepcionais.

Caso algum acionista ou grupo de acionistas, no momento da adesão ao CAF, detenha o percentual acima definido como participação acionária relevante (20% a 30%), o gatilho para esse acionista ou grupo de acionistas aumenta para 50% do capital votante.

Nos termos mencionados acima, o Código CAF estabeleceu, no artigo 64, que as companhias aderentes não poderão incluir em seus estatutos sociais disposições que estabeleçam obrigação de realizar OPA no caso de atingimento de determinada participação acionária no capital social distinta daquela regulada pelo próprio Código CAF, numa tentativa de regulamentar e substituir as *poison pills* com as distorções identificadas nesta modalidade de OPA.

O CAF estabelece, ainda, princípios fundamentais aplicáveis a todas as modalidades de OPA previstas na Instrução CVM 361, além da OPA por atingimento de participação acionária relevante, a se destacar o tratamento igualitário entre os acionistas e a decisão refletida e independente.

O tratamento igualitário é assegurado por uma série de regras inseridas no Código CAF, bem como o tratamento equitativo em relação aos detentores de outras espécies ou classes de ações.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> “Art. 65. §1º. O edital da OPA referida no caput deste artigo deverá ser publicado em até 45 (quarenta e cinco) dias do atingimento de Participação Acionária Relevante, sendo que o preço da ação a ser praticado na OPA deverá, no mínimo, corresponder: (i) em relação às ações com direito a voto e valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, ao maior preço pago pelo acionista adquirente para aquisição de ações com direito a voto de emissão da Companhia Aderente nos 12 (doze) meses que antecederem o atingimento de Participação

Sobre a decisão refletida e independente, o Código CAF estabelece que a decisão final a respeito da aceitação de uma OPA deve ser sempre dos acionistas, não podendo os administradores da companhia aderente, ou qualquer outra parte envolvida na operação, tomar medidas que frustrem a soberania da decisão dos acionistas. (Artigo 29 do Código CAF).

Ainda quanto a este princípio, o Código CAF determina que os acionistas deverão receber, de maneira uniforme, todas as informações necessárias e dispor de tempo suficiente para a tomada de decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA.

O conselho de administração da companhia aderente tem o dever de manifestar o seu entendimento sobre os efeitos da OPA na companhia e nos negócios por ela desenvolvidos e as informações constantes de laudos de avaliação apresentados no âmbito das OPAs devem ser consistentes, completas, precisas, atuais, claras e objetivas, sem qualquer conflito de interesses que diminua a independência do avaliador responsável pela elaboração dos laudos.

Com respeito a esse assunto, é interessante ressaltar que, em 2010, foi proposta modificação do Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa<sup>17</sup> que seria aplicável às companhias ainda não listadas e, entre as sugestões, estava previsto que o Regulamento passaria a exigir a realização de OPA, caso o acionista ou grupo de acionistas atingisse ao menos 30% do capital social de companhia aberta, regra que ficou conhecida como “OPA 30”.

---

Acionária Relevante, ajustado por eventos societários, tais como a distribuição de dividendos ou juros sobre o capital próprio, grupamentos, desdobramentos, bonificações, exceto aqueles relacionados a operações de Reorganização Societária; e (ii) em relação às ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito e valores mobiliários conversíveis em ações sem direito a voto ou com voto restrito, a 80% (oitenta por cento) do valor oferecido aos titulares de ações com direito a voto”. (CAF. *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões*, p. 47-48. Disponível em: <[http://www.cafbrasil.org.br/website/\\_documentos/Codigo\\_CAF\\_Alterado\\_21012014.pdf](http://www.cafbrasil.org.br/website/_documentos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf)>. Acesso em: 06 jun. 2014).

<sup>17</sup> BM&FBovespa. *Minuta do Regulamento do Novo Mercado*, 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/NM-Minuta-de-Regulamento-objeto-de-Audiencia-Restrita-06-julho-2010.pdf>>. Acesso em: 08 jun. 2014.

As companhias abertas participantes do Novo Mercado, no entanto, não aprovaram a OPA 30 e reiteraram tal negativa na oportunidade da segunda votação proposta pela BM&FBovespa para que fosse decidido entre a manutenção das *poison pills* ou a inclusão da OPA 30 nos estatutos sociais, sendo que as companhias preferiram ficar livres para estipular, em seus estatutos, os percentuais em questão e o critério do preço considerado mais adequado para cada uma delas, à semelhança da “livre negociação” que caracteriza o mercado acionário norte-americano.

Com essa visão, pode se tornar compreensível o motivo pelo qual, até agora, não houve grande interesse das companhias em aderir ao CAF. É possível que decorra da forte resistência das companhias abertas com a proposta similar feita pela BM&FBovespa em 2010 e que perdura até os dias de hoje, uma vez que o mesmo critério do preço por ação da oferta pública de aquisição de ações (objeto de maior resistência pelas companhias) foi mantido pelo CAF, qual seja: o maior preço pago pelo acionista adquirente nos 12 (doze) meses que antecederam o atingimento do referido percentual de participação acionária relevante.

### **5.1. Os Casos GVT-Vivendi e Sadia-Perdigão e a atuação do CAF.**

As diretrizes principiológicas traçadas pelo CAF visam a garantir a equidade em transações, como a que envolveu a aquisição do controle da GVT Holdings S.A. (“GVT”) pela companhia francesa Vivendi S.A. (“Vivendi”), um dos casos pioneiros de tomada de controle de empresa sem dono no Brasil. Para que a transação se consumasse, os acionistas deliberaram o afastamento da incidência da cláusula inserta no estatuto social que tratava da “proteção da dispersão da base acionária” (i.e., *poison pill*).

Nesse caso, a Vivendi (grupo francês), aproveitando-se das lacunas normativas sobre o assunto<sup>18</sup>, comunicou ao mercado que

---

<sup>18</sup> Em 2010, a Instrução CVM 361 foi amplamente reformada – em especial o capítulo que trata de ofertas voluntárias e de aquisição de controle – para incluir

havia conseguido comprar o controle da GVT em ações na própria bolsa, em aquisições privadas e com opções, de modo a frustrar a OPA lançada pela concorrente Telefônica.

A CVM decidiu analisar as informações contidas nos fatos relevantes divulgados pela companhia acerca da aquisição do controle pela Vivendi e constatou que, apesar de ter sido celebrado contrato entre a Vivendi e o fundo Tyrus, dando a ela o direito de adquirir ações de emissão da GVT, o Tyrus não possuía direitos a serem liquidados financeiramente sobre parte destas ações, o direito seria restrito apenas à rentabilidade dos papéis.

Com essas considerações, a Vivendi detinha menos de 50% das ações da companhia no momento da divulgação do fato relevante e, por isso, a área técnica da CVM concluiu que a divulgação de informações sabidamente incorretas ou incompletas constituiu artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita, o que conduziu à responsabilização dos acusados.

Não houve condenados, no entanto, em razão da celebração de termo de compromisso pelos indiciados, em que a CVM impôs uma das maiores multas já vistas, o que evitou que o caso fosse levado a julgamento.

A esse respeito, foi veiculada matéria, em 2012, no jornal Valor Econômico, intitulada “*Algumas lições da compra da GVT pela Vivendi*”<sup>19</sup>, em que foram ressaltadas a falta de experiência dos

---

diversas disposições que abrangem situações similares ao do caso GVT-Vivendi. No mesmo sentido adotado pelo Código CAF, foi proposta uma ampliação de prazo e a divulgação de mais informações para possibilitar a tomada de decisão consciente e independente por parte dos acionistas, especialmente em relação ao preço da oferta. Estendeu-se, ainda, a responsabilidade dos administradores que passaram a ter o dever de se posicionar sobre a proposta e sobre os conflitos potenciais com o ofertante.

<sup>19</sup> “O caso deixou evidente a inexperiência dos investidores brasileiros para lidar com situações de “takeover”. A companhia foi alvo de uma disputa bilionária entre a espanhola Telefônica, que tentava proteger seu mercado no Brasil, e a francesa Vivendi, disposta a pagar prêmio para entrar num mercado em crescimento como o Brasil.

participantes do mercado brasileiro para lidar com situações de *takeover* e a frágil regulamentação nesse sentido.

Outra tentativa de *takeover* que se tem registro de ter ocorrido no mercado de capitais brasileiro foi a oferta realizada pela Sadia pelo controle da Perdigão (com capital pulverizado), em julho de 2006. No caso, a companhia-alvo (Perdigão) possuía previsões estatutárias determinando a realização de uma OPA para aquisição da totalidade do capital por um eventual acionista que ultrapassasse 20% do total de ações, além de estabelecer um cálculo de ágio baseado na maior dentre três possibilidades de cálculo de preço.

Todavia, a Perdigão, por meio da publicação de fato relevante, divulgou que houve recusa da oferta por parte de acionistas titulares de mais de 50% das ações de sua emissão, e manifestou seu entendimento de que seriam necessárias duas ofertas públicas – a primeira, para tornar a Sadia acionista da Perdigão, e, a segunda, para que ela tentasse a aquisição do controle. Isso porque a administração da Perdigão afirmou que o artigo 37 do estatuto social da companhia (que guiou a Sadia na precificação) não era aplicável ao caso, já que a concorrente até então não era acionista – de forma que o parâmetro utilizado pela Sadia não poderia ser utilizado na primeira OPA, já que a titularidade de ao menos 20% das ações seria condição para a aplicação do artigo 37 do estatuto.

A Sadia, então, aumentou sua proposta e, mais uma vez, não foi atingido o percentual de adesão mínimo para aprovação da oferta

---

O preço pelas ações da GVT começou em R\$ 42, oferecidos pela Vivendi – acima dos R\$ 38 considerados como teto para o papel na época do episódio. Terminou em R\$ 56, com a vitória da empresa de telecomunicações e entretenimento francesa. Mas a investigação CVM ocorreu justamente porque não há como saber até onde esse valor poderia ter chegado, pois a disputa com a Telefônica foi abortada. Ao anunciar que tinha comprado as ações no mercado, a Vivendi acabou anulando a eficácia de um leilão marcado pelo grupo espanhol para a compra dos papéis.” (VALENTI, Graziella. Algumas lições da compra da GVT pela Vivendi. *Valor Econômico*. São Paulo: 16 jul. 2012 às 00h00. Disponível em: <<http://publicidade-valordigital.valor.com.br/empresas/2752202/algumas-licoes-da-compra-da-gvt-pela-vivendi>>. Acesso em: 08 de jun. 2014.)

pelos acionistas da Perdigão. Diante disso, a administração da Sadia decidiu revogar definitivamente a oferta.

Esse conjunto logrou encerrar a empreitada pretendida pela Sadia. Não foi daquela vez, portanto, que o mercado brasileiro teve concretizada a sua primeira tomada hostil de controle, mas esse evento suscitou algumas reflexões a respeito da atuação da CVM.

Isso porque, nesse último caso, a CVM notificou a Sadia para que, no prazo de 24 horas após a divulgação pela Perdigão da recusa dos acionistas da oferta (fato que acarretou na não satisfação de uma das condições impostas no edital), se manifestasse sobre eventual renúncia a tal condição.

Ocorre que a intervenção da CVM padeceu de respaldo regulamentar, uma vez que a Instrução CVM 361 original não continha regras que impedissem o ofertante de renunciar a qualquer das condições impostas e, muito menos, estabelecia um prazo para a formalização desta renúncia, sendo o ofertante completamente livre para deliberar sobre o melhor momento para sua manifestação.

A esse respeito, Luiz Leonardo Cantidiano, com toda razão, apresentou as seguintes críticas à atuação da CVM no referido episódio:

Considerando que ainda não havia se verificado o início do processamento da oferta, bem como a circunstância de a proposta formulada pela Sadia não estar submetida a registro perante a CVM, e tendo presente a liberdade que tinha o ofertante de sujeitar a realização da operação a condições que legitimamente viesse a escolher (...), assim como a faculdade de aguardar até a data de realização do leilão para decidir sobre eventual renúncia a qualquer das condições, entendo que a CVM não estava habilitada, como fez, a exigir que, em determinado prazo, por ela assinalado, viesse a Sadia a manifestar sua abdicação à condição prevista no item 5.2.7 do edital (aceitação por acionistas titulares de 50% mais uma ação de emissão da companhia alvo), revogando a oferta caso contrário.

Com a referida decisão, a meu juízo equivocada, e que foi adotada sem que a agência reguladora do mercado estivesse habilitada a proferi-la, acionistas da Perdigão,



titulares de cerca de 46% de seu capital, ficaram impedidos de se manifestar sobre a proposta de compra que lhes fora apresentada<sup>20</sup>.

Verifica-se, pois, que a ausência de regulamentação expressa e completa sobre o assunto foi objeto de inúmeras controvérsias sobre a atuação da CVM e a forma de condução e conclusão desses casos, daí a inspiração do CAF para a instituição e normatização de OPA obrigatória por atingimento de participação acionária relevante, para que casos como esses possam concluídos sem mais polêmicas e controvérsias, de forma equânime entre os acionistas.

## **5.2. O Percentual Mínimo de Disparo da OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante.**

Não é de hoje que se discute na doutrina brasileira a dificuldade em se fixar um percentual acionário ao qual seja atribuída presunção de controle, caso atingido por um determinado acionista. Muito embora o modelo inspirador do CAF tenha sido o do *takeover* britânico, conforme já mencionado, e a OPA por atingimento de participação acionária relevante também esteja inserida nesse contexto, é fato que a fixação de um percentual acionário ensejador de oferta pública de aquisição de ações depende das circunstâncias e características do modelo de mercado de capitais adotado por cada país.

Embora as companhias brasileiras venham observando uma tendência de dispersão acionária, não há como ser comparada com o modelo de pulverização acionária visto no Reino Unido. Nesse sentido, o limite entre 20% e 30% estabelecido pelo CAF como ensejador da OPA por atingimento de participação acionária relevante

---

<sup>20</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Análise do caso Sadia versus Perdigão: uma tentativa de takeover. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 243/243.

pode estar desconectado da realidade do mercado de capitais brasileiro e se mostrar excessivamente baixo<sup>21</sup>.

A respeito do assunto MUNHOZ, ao comentar o projeto de reforma do Regulamento do Novo Mercado para inserção da OPA 30, teceu importantes considerações que se aplicam perfeitamente a presente hipótese e concluiu que “*as exceções previstas para a regra eram absolutamente insuficientes, permitindo que participações claramente minoritárias, e não de controle, pudessem disparar a oferta*”<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Cf. GORGA, Erica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law and Business*, v. 29, p. 439-554, 2009. OIOLI, Erik Frederico. *Oferta pública de aquisição de controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi. Op. cit., p. 362.

<sup>22</sup> *Primeiro caso*. A OPA seria obrigatória em virtude da aquisição da participação mínima de 30%, apesar de permanecer na companhia acionista titular de 49% do capital votante. Nesse caso, é evidente que a oferta serviria apenas como instrumento de reforço do controle ou de defesa do acionista titular de 49% do capital votante, não servindo a qualquer dos objetivos próprios da disciplina da aquisição de controle acionário. Esse resultado não ocorreria, por exemplo, no sistema da lei alemã, que excepciona a obrigatoriedade da oferta na hipótese de haver acionista titular de participação acionária *superior* ao percentual mínimo adquirido, e não acima de 50% do capital votante, como preconizado na minuta de reforma.

*Segundo caso*. Tome-se uma companhia com a seguinte estrutura de capital: existência de dois blocos minoritários, cada qual representando 15% do capital votante, um acionista com 15% do capital votante e o restante das ações com direito a voto (55%) dispersas no mercado. Nesse caso, a aquisição das ações dos acionistas dispersos, resultando em participação mínima de 30%, poderia não conferir ao adquirente o exercício do controle, no caso de rivalizar com os outros dois blocos minoritários que, somados, também seriam de 30%. O acionista, titular de 15%, e os acionistas dispersos, titulares do total de 25%, seriam decisivos para determinar o resultado das deliberações sociais. Também nesse caso, portanto, a participação mínima fixada na lei não permitiria ao seu adquirente o exercício do poder de controle, de modo que a obrigatoriedade da oferta seria injustificável. Nos termos da lei alemã, tomada como paradigma para o caso, essa oferta pública de aquisição poderia ser dispensada, pelo critério de que, consideradas as três últimas assembleias gerais, não se poderia assumir que o adquirente teria a maioria do capital votante nas seguintes. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 363.

Do mesmo modo, a exceção trazida pelo Código CAF, quando remanescer o mesmo acionista controlador que já era titular de mais de 50% do capital votante da companhia imediatamente antes do atingimento da participação acionária relevante<sup>23</sup>, não afasta a incidência da OPA nos casos de aquisição de participação acionária que – claramente – não seja suficiente para a conferência do poder de controle ao adquirente.

Desse modo, se, por um lado, a fixação de um percentual mínimo é capaz de trazer certa segurança jurídica, por outro, é fator de rigidez que pode comprometer o desenvolvimento do mercado acionário ao ser fixado em parâmetros não compatíveis com a estrutura de propriedade acionária das companhias brasileiras, impedindo a formação de blocos minoritários relevantes e contribuindo para o entrincheiramento do controlador.

### **5.3. Uma Análise Crítica da OPA por atingimento de participação acionária relevante.**

Como visto, a realização da OPA por atingimento de participação acionária relevante, tal como disposta no Código CAF, é obrigatória.

Ocorre que a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações em casos de simples aquisição de participação minoritária, e não de controle, pode levar a distorções no funcionamento do mercado de controle acionário brasileiro, indo em direção contrária ao atendimento dos princípios do tratamento igualitário e da decisão refletida e independente.

Afora as inúmeras discussões sobre o poder de controle e controle minoritário na doutrina e jurisprudência brasileira, problemática na qual não se pretende adentrar e não será objeto de estudo do presente artigo, a interpretação da OPA por atingimento de

---

<sup>23</sup> Artigo 68, I do CAF. *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões*, p. 50.

participação acionária relevante como medida obrigatória naqueles casos conduz à conclusão de que se trata de uma inovação legal.

Nesse contexto, afirma Munhoz<sup>24</sup>:

A oferta obrigatória, embora sempre elogiada no Brasil, dada a história de iniquidades vividas sob a égide da regra de mercado, é objeto de crítica importante pela doutrina europeia, sobretudo quando baseada em percentual de participação acionária inferior à média do maior acionista. Ela pode inibir excessivamente o funcionamento do mercado de controle acionário e estimular a cristalização de estruturas de controle concentrado, principalmente as ineficientes.

Além disso, os custos gerados pela realização de uma oferta pública obrigatória para aquisição de ações são enormes e injustificáveis nos casos de aquisição de participação acionária minoritária, o que pode afastar potenciais investidores da companhia e, até mesmo, inviabilizar a aquisição estratégica de participações eficientes e almejadas pela maioria dos acionistas.<sup>25</sup>

Por outro lado, o que se percebe da realidade do mercado é que os problemas regulatórios das companhias *com* e *sem* controlador são distintos, de modo que o regramento estanque e único aplicável indistintamente a todas elas pode não ser a melhor forma de atingir os objetivos perseguidos pelo CAF.

Já foi dito que o percentual fixado pela OPA do CAF (entre 20% e 30%) pode ser baixo para a realidade das companhias brasileiras, de modo que obrigar as companhias a se submeterem a

---

<sup>24</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Op. cit., p. 346.

<sup>25</sup> Citando mais uma vez o ensinamento de MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 355: “Esse balanço de custos e benefícios faz sentido no caso de uma aquisição de controle acionário, fato que importa em profunda transformação da estrutura da companhia. O balanço torna-se, porém, desequilibrado e injustificável na hipótese de a oferta ser aplicada à aquisição de participações acionárias minoritárias. Nesse caso, haveria apenas efeitos negativos, pois a oferta obrigatória serviria como instrumento de dissociação entre poder de controle e propriedade do capital sujeito a risco ou, ainda, de entrincheiramento de controlador ineficiente.”

uma oferta pública de aquisição de ações nessas hipóteses (qual seja, atingimento destes percentuais) pode configurar grave restrição ao direito de propriedade estabelecido no art. 170 da Constituição Federal e ao princípio da livre circulação de ações previsto na Lei das S.A.

A fixação de um percentual mínimo e preço na forma prevista pelo Código CAF, sem a estipulação de outras exceções baseadas em critérios objetivos, se distancia da realidade das companhias brasileiras e pode impedi-las de atenderem às suas particularidades<sup>26</sup>, gerando distorções como as apresentadas acima.

Em relação ao preço estipulado para a OPA por atingimento de participação acionária relevante, o Código CAF estabelece que será o maior preço pago pelo acionista adquirente para aquisição de ações com direito a voto de emissão da companhia nos 12 (doze) meses que antecederem o atingimento de tal participação e, em relação às ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, a 80% (oitenta por cento) do valor oferecido aos titulares de ações com direito a voto.

Esta métrica, no entanto, pode inibir a ocorrência de operações de aquisições de ações interessantes para a companhia, tendo sido este, inclusive, o ponto determinante para a saída da ABRASCA como entidade mantenedora do CAF.

Para essa associação, tal mecanismo de preço seria inadequado. Segundo o presidente da ABRASCA, Antonio Castro, ao tratar do tema no 1º Círculo de Debates da revista Capital Aberto<sup>27</sup>, os conselheiros das companhias abertas teriam questionado qual seria a lógica de dizer que a regra geral é o preço mais alto dos últimos 12 meses, ou seja, qual teria sido o critério utilizado para essa definição.

---

<sup>26</sup> Nesse ponto, de certa forma, as cláusulas de *poison pill* atendem às particularidades de cada companhia, porque consideram as características próprias de cada uma delas, o que pode ser mais vantajoso para elas do que aderirem às regras do CAF.

<sup>27</sup> CASTRO, Antonio. *Por que a Abrasca ficou de fora?* 1º Círculo de Debates Capital Aberto, 08 ago. 2012. Disponível em: <[www.capitalaberto.com.br/tv-capital.../por-que-a-abrasca-ficou-de-fora/](http://www.capitalaberto.com.br/tv-capital.../por-que-a-abrasca-ficou-de-fora/)>. Acesso em: 08 jun. 2014.

Entre outros argumentos, defendeu-se que a equidade – tal qual externada nas normas do Código CAF, num mercado como o brasileiro ao longo de 12 meses – raramente será respeitada, uma vez que a volatilidade do mercado brasileiro é a regra geral e a exceção seria a estabilidade, além da atual realidade de crise econômica global, sem um horizonte de término.

De fato, o critério do maior preço estipulado para OPA por atingimento de participação acionária relevante traz o risco de o valor definido para a oferta ser muito discrepante daquele praticado no mercado de ações na ocasião da aquisição.

Além disso, é necessário considerar que tais mecanismos podem artificializar a formação de preços, reduzir a potência das forças de mercado e, principalmente, gerar custos que oneram a economia como um todo.

Com essa visão, a escolha da via regulamentar acarreta a distorção da função precípua do regulador do mercado, qual seja, garantir a estabilidade e a disciplina dos participantes, trazendo, assim, insegurança a respeito da sua atuação.

## **Conclusão.**

De fato, a dinamicidade do mercado e os diversos interesses conflitantes decorrentes das relações societárias exigem a imposição de normas regulamentares norteadoras dos procedimentos a serem seguidos por todos os participantes, como forma de mitigar imperfeições do mercado, embora uma certa dose de interpretação e flexibilidade seja imprescindível para a propositura da adequada solução às diversas problemáticas que surgem a cada dia no mundo empresarial. O maior e mais importante desafio é encontrar o equilíbrio entre essas duas pontas – a da intervenção excessiva e a da falta de regulamentação do mercado.

Com foco nisso, e diante das inúmeras questões que se colocam a respeito do assunto – preço *versus* valor do controle,

controle minoritário, prêmio de controle, entre outras – a instituição da OPA obrigatória por atingimento de participação acionária relevante pelo CAF se apresenta com uma solução tentativa de regulamentar tais controvérsias e evitar o ‘travamento’ do mercado e das aquisições eficientes, a partir de experiências vividas pelo mercado de capitais e já analisadas pela CVM em uma nítida amostra de que o mercado evolui e a regulação o acompanha.

Entretanto, a estipulação de critérios como o preço da oferta vinculado ao maior preço pago pelo acionista adquirente para a aquisição de ações com direito a voto de emissão da companhia nos 12 (doze) meses que antecedem o atingimento de participação acionária relevante pode ser inadequado, na medida em que pode representar valor muito acima do real valor das ações, onerando excessivamente ou podendo até mesmo inviabilizar uma operação que poderia ser altamente benéfica para a companhia e seus acionistas.

Além disso, nos casos de companhias sem controlador definido, pode facilitar a tomada hostil de controle por investidor oportunista em um momento de mercado deprimido, já que em circunstâncias tais, o critério do maior preço pode claramente representar valor muito abaixo do real valor das ações.

Com essa visão, o CAF poderia avaliar um critério de preço que fosse proposto livre e fundamentadamente pelas próprias companhias como aquele que melhor se ajuste às suas particularidades e, somente em se verificando que ele não seria capaz de garantir a equidade entre os acionistas, outro critério seria determinado pela entidade.

Em relação ao percentual gatilho da OPA, talvez fosse o caso não de se buscar um percentual fixo para a determinação da participação acionária relevante, mas de se definir um conceito aberto, porém muito bem delimitado e a partir de critérios objetivos que possa ser aplicável a todas as companhias, respeitando suas particularidades e garantindo o disparo da OPA por atingimento de participação acionária relevante somente em tais situações. O percentual fixo estabelecido pelo Código CAF pode não ser compatível com a

estrutura da propriedade do capital das companhias atuantes no mercado brasileiro, de tal modo que não impeça aquisições minoritárias de participação acionária incapazes de representar controle minoritário.

Todos esses fatores podem conduzir à utilização de forma distorcida da OPA por atingimento de participação acionária relevante (que por vezes envolve a aquisição do controle acionário) e, até mesmo, à indagação sobre a necessidade de regulação da matéria para o desenvolvimento e regular funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

Sob esse aspecto, é possível que o tratamento mais equânime a ser dado aos acionistas de uma companhia, nessas situações, seja não tratar de forma alguma, de modo que se possa permitir a livre negociação entre as partes com a redução de custos de transação e, a exemplo do Teorema de Coase<sup>28</sup>, alocar os recursos de forma mais eficiente.

Diante disso, as circunstâncias de cada caso e a conjuntura do mercado serão fatores determinantes para confirmar se a OPA por atingimento de participação acionária relevante instituída pelo CAF será benéfica e contemplará as desigualdades resultantes não apenas dos cenários econômicos diversos para cada país, ou de cada momento, mas também das diferenças entre as diversas companhias cujas ações são admitidas à negociação no mercado (que podem apresentar graus de liquidez bem distintos), ou se será uma tentativa frustrada.

---

<sup>28</sup> Para o economista norte-americano: “*if trade in an externality is possible and there are no transaction costs, bargaining will lead to an efficient outcome regardless of the initial allocation of property rights.*” RH Coase. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, v. 3, 1960, p. 1–44. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/724810>>. Acesso em: 10 jun. 2014.