

#107. Na pauta do STJ: alterações na composição do bloco de controle de companhia dispara a obrigatoriedade de realização de oferta pública de ações?



GISELA SAMPAIO

APR 01, 2024

Share

Noticiam os historiadores mais de uma centena de batalhas épicas ocorridas desde a Antiguidade, mas o Direito não fica atrás – por aqui também não faltam duelos memoráveis, guerras (inclusive de liminares) e advogados combativos. Em alusão a esse período histórico, a coluna de hoje traz à tona o REsp. 1.837.538/SP, ¹ envolvendo acirrada disputa societária que chegou a mobilizar sete pareceristas ² (e dúzias de advogados). Julgado há cerca de um ano pelo STJ, em votação por maioria, o caso verdadeiramente dividiu a Terceira Turma. Não é sempre que uma disputa societária interessante como essa chega ao STJ – dependendo do caso, a discussão se encerra na própria Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), ou até segue seu curso, mas na maioria das vezes pela via arbitral. Na linha de fogo, tema tão interessante quanto desafiador: as alterações na composição do bloco de controle de sociedade aberta (no caso, a companhia Usiminas).

Contexto

A ação foi ajuizada por acionistas minoritários, com o objetivo de ver reconhecida a necessidade de prévia oferta pública para aquisição de ações por parte de grupo empresarial que adquiriu posição acionária dentro do bloco de controle da Usiminas (“Grupo Ternium”). Tanto o acórdão recorrido como a sentença de 1º grau concluíram, a partir do exame das circunstâncias fático-probatórias, pela improcedência do pedido autoral, sob o fundamento de que o ingresso de terceiro no bloco de controle não constituiu hipótese de alienação do controle da sociedade, afastando, assim, a necessidade de realização da oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) de que trata o art. 254-A da Lei n.º

6.404/1976 (“LSA”). Diante disso, os minoritários recorreram ao STJ. A questão jurídica subjacente ao caso era precisamente a seguinte: o ingresso de terceiro no bloco de controle configura “alienação de controle” para efeitos do art. 254-A da LSA?

No caput do referido dispositivo, lê-se o seguinte: “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”.

A ratio do art. 254-A da LSA...

... é assegurar aos acionistas minoritários, em virtude da alteração da titularidade do poder de controle da companhia, a oportunidade de também alienarem as suas ações em conjunto com o controlador alienante, por um preço justo. Isso se justifica ante a possibilidade de a relação de confiança estabelecida com o até então controlador ser rompida com o ingresso de terceiro no comando da sociedade. Preenchido o seu suporte fático de incidência, o art. 254-A da LSA confere aos acionistas minoritários o direito de vender a sua participação acionária pelo “preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle”.

Nota: A oferta pública de ações por alienação de controle é uma oferta obrigatória, que impõe uma “condição de eficácia” ao contrato de compra e venda de ações do bloco de controle da companhia. Não se trata de uma verdadeira “condição” (evento futuro e incerto, ao qual as partes vinculam a eficácia do negócio jurídico, nos termos do art. 121 do Código Civil), mas antes de uma *conditio iuris* (imposta pelo legislador, e não voluntariamente estabelecida pelas partes – sobre essa diferença, confira [AGIRE#20³](#)). O seu objetivo, portanto, é garantir ao acionista minoritário titular de ação com

direito a voto o direito de se retirar da companhia depois do ingresso do novo controlador (o denominado “tag along”).

Alterações na composição do bloco de controle

O problema todo é que, em se tratando de controle compartilhado, o art. 254-A da LSA não deixa claro se o mecanismo ali previsto se aplica também às hipóteses em que apenas parte das ações do bloco de controle é alienada. E mais: a redação do dispositivo também suscita dúvida se, para ensejar OPA, é necessário que a alienação seja feita a terceiros ou se uma alienação levada a cabo dentro do próprio bloco também poderia disparar o “tag along”. A depender da situação concreta, a doutrina se posiciona de uma forma ou de outra. A controvérsia pode ser assim resumida, dividindo-se a questão em cinco possíveis cenários, “mapeados” abaixo:

1. Transferências entre integrantes do bloco de controle que não resultam na consolidação do poder de controle nas mãos de um único acionista

signatário do acordo: Neste primeiro cenário, entende-se, de modo geral, que a alteração da participação relativa de cada membro do grupo não modifica o poder de controle exercido pelo grupo, não disparando, portanto, a OPA do art. 254-A da LSA. [4](#)

2. Transferências entre integrantes do bloco do controle que resultam na consolidação do poder de controle nas mãos de um único acionista

signatário do acordo: Este segundo cenário é bem mais controverso. Há quem entenda que o controle deixará de ser compartilhado para ser exercido pelo acionista adquirente, que passará a deter o controle majoritário, o que dispararia a OPA do art. 254-A da LSA. [5](#) Por outro lado, também há quem defenda que não seria necessário observar a OPA do art. 254-A, já que, nesse segundo cenário, não haveria verdadeira alienação de controle, seja porque o adquirente já integrava o bloco de controle, seja porque o acionista que vendeu sua participação não detinha o controle isoladamente, então não há que se falar em verdadeira “alienação de controle”. [6](#)

3. Ingresso de terceiro no bloco de controle que não assume posição de

preponderância: Como no primeiro cenário, aqui também se entende, de forma geral, que o mecanismo previsto no art. 254-A da LSA não se aplica. [7](#)

4. Ingresso de terceiro no bloco de controle que assume posição de

preponderância: Neste quarto cenário, quando um terceiro, que anteriormente não integrava o bloco de controle, assume o “domínio da atividade empresarial”, há alteração do poder de controle, disparando, portanto, a OPA do art. 254-A da LSA. [8](#)

5. Transferência integral do bloco de controle para terceiro ou para

acionista(s) que não participava(m) do controle compartilhado: Neste quinto cenário, há alienação de controle para efeitos do art. 254-A da LSA, independentemente de o adquirente ser terceiro ou acionista minoritário que não participava do controle compartilhado.

Com a palavra, a CVM

Ao regular a oferta pública de ações por alienação de controle, a Resolução CVM n.º 85/2022 determina, no art. 33, §4º, que se deve entender “*por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76*” – redação idêntica à do art. 29, §4º, da revogada Instrução Normativa CVM n.º 361/2002.

No julgamento do Processo administrativo CVM n.º RJ2007/7230, [9](#) o então Presidente Marcelo Trindade, fazendo referência ainda ao §4º do art. 29 da (já revogada) Instrução Normativa CVM n.º 361/2002, explicou que, para que haja alienação de controle, é necessário que o acionista que aliena suas ações detenha o controle. Afinal, o controle “*(...) só pode ser alienado por quem o detenha, o que, em casos de acordo de acionistas, significa o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, como diz o art. 116 da Lei das S.A., e não um membro desse grupo que detenha menos que a maioria das ações com voto, ressalvada a análise do acordo de acionistas, que revele a preponderância do subscritor alienante perante os demais*”. [10](#)

Atenção! Outra discussão, completamente diferente e com muitas nuances, é se o acionista que faz parte do bloco pode ou não responder por abuso do

poder de controle perante os minoritários de fora do bloco ou até mesmo perante os demais integrantes do bloco. ¹¹ Essa questão não se confunde com o tema da coluna. O cerne do art. 254-A da LSA está fincado no conceito de “alienação de controle”, e não na noção de “abuso do poder de controle”, que importa para fins de responsabilidade. ¹²

“O Diabo mora nos detalhes”

Agora, atenção redobrada às minúcias do caso: o terceiro que figurou no polo passivo da ação movida pelos minoritários foi o Grupo Ternium, que adquiriu, com o pagamento de significativo ágio, 27,66% das ações vinculadas ao acordo de acionistas, passando a deter, com isso, 43,77% do bloco de controle. Em paralelo, o Grupo Nippon também comprou ações do bloco de controle, passando a deter, individualmente, 29,45% do capital social da companhia, correspondente a 46,12% do bloco de controle.

Em razão do ingresso do Grupo Ternium no bloco de controle da Usiminas, um novo acordo de acionistas foi firmado, estabelecendo que decisões relevantes, relativas a matérias tidas como estratégicas para a gestão da companhia, dependeriam da aprovação de 90% das ações vinculadas em dito acordo (inclusive com estipulação sobre a necessidade de consenso entre o Grupo Nippon e o Grupo Ternium para a indicação do Diretor Presidente da Usiminas). Diante dessas circunstâncias fáticas, três conclusões podem ser inferidas:

- (i) Mesmo pagando um sobrepreço pelas ações da Usiminas, o Grupo Ternium não assumiu, com a referida aquisição ou em razão dela, posição de preponderância na direção da companhia, já que passou a deter apenas 43,77% do bloco de controle (posição até inferior à do Grupo Nippon).
- (ii) O acionista que alienou suas ações vinculadas ao acordo de acionistas para o Grupo Ternium não exercia, isoladamente, o controle da Usiminas.
- (iii) As matérias estratégicas, cujo quórum de aprovação era de 90%, dependiam da aprovação da unanimidade dos acionistas integrantes do bloco de controle, e não apenas do Grupo Ternium e do Grupo Nippon, que, em conjunto, só detinham 89,89% (43,77% + 46,12% = 89,89%) do bloco de controle.

Afinal, como decidiu o STJ?

Os Ministros Moura Ribeiro e Nancy Andrichi, que restaram vencidos, entenderam que o Grupo Ternium passou a exercer um papel preponderante dentro do bloco de controle da Usiminas, já que, sem o seu voto, matérias estratégicas importantes não poderiam ser aprovadas, o que tornaria a OPA obrigatória nesse caso. ¹³ Já os Ministros Ricardo Villas Bôas Cueva, Paulo de Tarso Sanseverino e Marco Aurélio Bellizze entenderam ser insuficiente para configurar a alienação do controle da Usiminas o simples fato de ter ingressado um terceiro no bloco de controle, “especialmente quando este terceiro não detém a maioria acionária do grupo, não exerce papel de preponderância, e se submete a acordo de acionistas que deixa evidente a relação de paridade entre seus integrantes”. ¹⁴ Em razão disso, a decisão do STJ foi de que a OPA não era necessária no caso.

A divergência ocorreu, portanto, não porque os Ministros da Terceira Turma tinham opiniões opostas em relação à questão jurídica subjacente ao caso, mas antes porque entenderam de forma diferente a posição que o terceiro assumiu dentro do bloco de controle. Como se vê, o Diabo mora mesmo nos detalhes – e, cá entre nós, mora bem! Afinal, são os detalhes que enriquecem as discussões, tornando-as **sempre** muito mais interessantes.

Gisela Sampaio da Cruz Guedes

Professora de Direito Civil da UERJ. Coordenadora do PPGD-UERJ. Doutora e mestre em Direito Civil pela UERJ. Diretora de arbitragem do Centro Brasileiro de Mediação e Arbitragem – CBMA. Advogada, parecerista e árbitra.

Como citar: GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Na pauta do STJ: alterações na composição do bloco de controle de companhia dispara a obrigatoriedade de realização de oferta pública de ações? In: AGIRE | Direito Privado em Ação, n.º 107, 2024. Disponível em: <<https://agiredireitoprivado.substack.com/p/agire107>>. Acesso em DD.MM.AA.

- 1 STJ, 3ª T., REsp. 1.837.538/SP, Rel. p/ acórdão Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 07.03.2023, v.m. – restando vencidos os Ministros Moura Ribeiro e Nancy Andrichi.
- 2 De um lado, a favor da tese dos minoritários, Erasmo Valladão e Calixto Salomão; do outro, a favor do terceiro que adquiriu participação societária vinculada ao bloco de controle, Fábio Ulhôa Coelho, Luiz Leonardo Cantidiano, Nelson Eizirik, Marcus de Freitas Henriques e Modesto Carvalhosa.
- 3 E também: MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. *Condição suspensiva: função, estrutura e regime jurídico*, São Paulo: Almedina, 2017, p. 25.
- 4 Por todos: LOBO, Carlos Augusto da Silveira. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das companhias*, v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 2.015-2.016; MOTTA, Nelson Cândido. "Alienação e titularidade do poder de controle nas companhias abertas – Notas sobre a transferência de ações entre participantes de grupo controlador e sobre a interpretação do art. 254 da Lei das S.A.", *Revista Forense*, v. 324. Rio de Janeiro: Forense, outubro-dezembro 1993, p. 84; MOTTA, Nelson Cândido. "Alienação do poder de controle compartilhado", *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, ano 32, v. 89. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março 1993, p. 45; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de Sociedades Anônimas*, v. 4, tomo 2, 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 167; SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do controle acionário: interpretação e valor*; Niterói: FMF, 2004, pp. 178-179.
- 5 Nesse sentido: PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória das S.A.: Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pp. 166-167; EIZIRIK, Nelson. "Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública". In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de.; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 189-190; COELHO, Fábio Ulhoa. "O direito de saída conjunta ('Tag Along')". In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n.º 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 481).
- 6 Nesse outro sentido: COMPARATO, Fábio Konder. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 79. Na CVM: Processo CVM n.º RJ2007/7230, Reg. Col. 5533/2007, 11.07.2007 (Marcelo Fernandez Trindade, presidente; Eli Loria, relator). Recurso contra decisão da SER. Transferência de ações vinculadas por acordo de acionistas. Copesul – Companhia Petroquímica do Sul.
- 7 Nessa linha: "Não se encontra sob a égide do art. 254-A da LSA a alienação parcial do controle, assim entendida a operação de ingresso de novo ou novos acionistas no

bloco de controle, desde que continue predominando, no interior deste, a orientação do anterior controlador” (COELHO, Fábio Ulhoa. “O direito de saída conjunta (“Tag Along”)”, cit., p. 481). No mesmo sentido: PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 112-113.

- 8 Cf.: EIZIRIK, Nelson. “Transferência de participação acionária entre integrantes do grupo de controle”, *Revista Semestral de Direito Empresarial*, n.º 3, jul./dez. 2008, p. 18; PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – Tag Along*. Quartier Latin: São Paulo, 2005, p. 164; 166; PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*, cit., pp. 112-113.
- 9 Processo CVM n.º RJ2007/7230, referido na nota de rodapé n.º 8.
- 10 Voto do até então Presidente Marcelo Trindade no julgamento do processo CVM n.º RJ2007/7230.
- 11 Sobre o tema, cf.: TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, v. 1. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 309; EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2, 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 311-312; VALLADÃO, Erasmo; ADAMEK, Marcelo Vieira von. “Notas à ação de responsabilidade civil contra acionista controlador”. *Estudos e pareceres conjuntos de direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, pp. 216-218; PATELLA, Laura Amaral. *Controle conjunto nas companhias brasileiras*. Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Doutor Eduardo Secchi Munhoz. São Paulo, 2015, p. 310.
- 12 Além disso, “[a] posição jurídica de acionista controlador, que pressupõe o conjunto de direitos, deveres e responsabilidades de que antes se cuidou, não guarda relação, porém, com a disciplina da alienação de controle, objeto do art. 254-A da Lei das S/A. Neste dispositivo não há definição de poder de controle; conceitua-se a alienação de ações da companhia que pode conferir ao seu titular posição de controle. O objeto do negócio não é, portanto, o poder (fato jurídico), mas o bloco de ações (ações), que confere ao seu titular esse poder. (...) Por isso, no art. 254-A está expresso que a alienação se caracteriza pela transferência onerosa de ‘ações integrantes do bloco de controle’, e não pela cessão de um poder. Não se cuida, porém, de quaisquer ações, mas daquelas cuja titularidade assegura o exercício do poder de controle” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Da alienação à aquisição de controle: uma nova interpretação para o art. 254-A da Lei das S/A”. In: *Temas de Direito empresarial e outros estudos*: em

homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 215; 220).

- 13 No voto do Ministro Moura Ribeiro, lê-se o seguinte: “passando o Grupo Ternium a integrar o bloco de controle da Usiminas no lugar do Grupo Votorantim/Camargo Correia, com poder de decisão sobre assuntos relevantes, relativas a matérias tidas como estratégicas para a gestão da Usiminas e, inclusive, com a estipulação da necessidade de consenso entre o Grupo Nippon e o Grupo Ternium (recorridas) para a indicação do Diretor Presidente da Usiminas (Cláusula 4.8) (e-STJ, fls. 5.272), resta evidenciado que houve a alienação do controle da Usiminas, cuja consequência seria a realização da Oferta Pública de aquisição de Ações para os minoritários com direito a voto, nos termos do art. 254-A da Lei nº 6.406/76. Da referida cláusula 4.8, tem-se, ao contrário do que asseverado no Voto Vista, o Grupo Ternium possui papel de preponderância no Bloco de Controle e, por conseguinte, no controle da Usiminas. No caso concreto, o fato da Nippon ser a maior acionista dentro do Bloco de Controle não significa que ela controla a Usiminas. Quem controla a Usiminas é o bloco de controle, que possuem acordo de voto e regras para a formação da diretoria”.
- 14 Nas palavras do Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva: “[a]penas quando verificada verdadeira ‘alienação do controle’ da sociedade aberta é que se pode afirmar acionado o gatilho do tag along right (254-A da Lei n.º 6.404/1976), sendo completamente irrelevante, para o adequado exame da pretensão deduzida na inicial pelos sócios minoritários, investigar se, ao longo dos anos, através da regular sucessão de atos negociais promovidos pelos integrantes do novo bloco de controle que se formara, o grupo empresarial adquirente de posição dentro do grupo de controle terminou por assumir papel preponderante, de destaque ou de mera influência, na tomada de decisões relacionadas à condução dos rumos da companhia”. A observação do Ministro Cueva vai ao encontro ao voto proferido por Marcelo Trindade, no julgamento do Processo CVM n.º RJ2007/7230, ocasião em que observou que o foco do art. 254-A da LSA está muito mais no conceito de “alienação de controle” do que no de “aquisição do controle”. O que mais importa, para efeito do art. 254-A da LSA, é se houve “alienação de controle”, e não se o terceiro adquirente, com o passar dos anos, assumiu posição de destaque dentro do bloco de controle. É uma questão de ângulo, que, nessa discussão, faz diferença.

© 2024 AGIRE | Direito Privado em Ação · [Privacy](#) · [Terms](#) · [Collection notice](#)
[Substack](#) is the home for great writing