

O Papel da Comissão de Valores Mobiliários na Alienação de Controle de Companhia Aberta

(Artigo publicado na obra coletiva LIMA, Felipe Herdem (Coord.). *Sistema Financeiro Nacional Contemporâneo – Regulação e Desafios*. Curitiba: Juruá Editora, 2019).

Paulo Eduardo Penna

Jun.2019

SUMÁRIO: 1. Introdução – 2. Alienação de controle de companhia aberta – 3. Comissão de Valores Mobiliários – 4. Regulação da OPA por alienação de controle – 5. Autorização da alienação de controle – 6. Manifestação de entendimento – 7. Funções fiscalizadora e sancionadora – 8. Função de fomento – 9. Considerações finais

1. Introdução

A alienação de controle de companhia aberta é um tema que se mantém atual e relevante, seja pela quantidade de operações desse tipo que são realizadas ano após ano no mercado acionário brasileiro, seja pelas várias controvérsias que ainda continua a suscitar. E para se compreender todas as implicações jurídicas em torno da alienação de controle, é fundamental entender o papel que nela desempenha a Comissão de Valores Mobiliários. É justamente esse o tema do presente artigo.

Antes, no entanto, de examinar as várias atribuições da CVM em relação a esse tipo de operação, cumpre tecer alguns comentários sobre a alienação de controle e sobre a própria Comissão.

2. Alienação de controle de companhia aberta

A alienação de controle de companhia aberta é regulada pelo art. 254-A da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades Anônimas ou, simplesmente, “LSA”). Esse dispositivo estabelece que, na alienação onerosa do controle de companhia aberta, o adquirente do controle tem o dever de realizar uma oferta pública para a compra das ações votantes dos acionistas minoritários, por preço correspondente a, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle.¹

¹ “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 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

Reconhecendo que as ações que, em conjunto, conferem ao seu titular o poder de comandar as atividades empresariais são mais valorizadas do que as demais, a LSA impõe a socialização parcial do prêmio de controle, atribuindo aos minoritários o direito de saída conjunta, também denominado de *tag along right*, atingido por meio da oferta pública de ações obrigatória, a ser formulada, em regra, após a conclusão do negócio de alienação de controle (“OPA por alienação de controle”).

Os minoritários que aceitarem vender suas ações na OPA por alienação de controle terão, assim, direito a receber preço unitário igual a, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do valor pago ao alienante por ação integrante do bloco de controle. Em outros termos, o adquirente do controle está obrigado a formular uma oferta pública para aquisição das ações dos minoritários votantes por preço correspondente ao valor pago por ação do controlador (ou grupo controlador), com um deságio de 20% (vinte por cento). O art. 254-A consagra a socialização parcial do prêmio de controle. Tomando-se como referência o valor unitário que deverá ser pago aos minoritários, o controlador termina por receber montante 25% (vinte e cinco por cento) superior por ação.

Embora atualmente a lei consagre o pagamento de um preço menor para os minoritários – de certa forma reconhecendo que o controlador alienante tem direito a receber um sobrevalor na venda das suas ações –, nem sempre foi assim. Quando promulgada em 1976, a LSA, por meio do seu art. 254, estabelecia que, ocorrendo a alienação de controle, o adquirente do controle estava obrigado a lançar oferta pública para aquisição das ações dos minoritários, por preço igual ao valor, por ação, pago ao controlador alienante. O minoritário, assim optando, poderia exercer o seu direito de saída conjunta, vendendo ao adquirente as suas ações por valor igual àquele pago ao controlador.

A regra da socialização total do prêmio de controle vigorou no País por duas décadas. Em 5 de maio de 1997, promulgou-se a Lei 9.457, que, ao empreender uma espécie de “minirreforma” da LSA, revogou o art. 254, pondo fim à obrigação da realização da OPA por alienação de controle. Na época, o Governo Federal avançava no projeto de privatizar as empresas estatais, uma das bases da política macroeconômica então em força. Encontrava-se, pois, na posição de alienante de controle. A revogação do art. 254 da LSA permitiu ao Governo vender as empresas estatais apropriando-se da totalidade do prêmio de controle.

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 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.

§ 5º - Vetado”.

Quatro anos mais tarde, diante dos reclamos por uma maior proteção dos minoritários como um meio de fortalecer o então abatido mercado de capitais brasileiro, foi promulgada a Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que, entre outras alterações na LSA, introduziu o art. 254-A, restaurando o direito de saída conjunta dos acionistas minoritários, mas prevendo, dentre outras alterações, que o preço a ser pago aos minoritários deverá corresponder a, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do preço pago por ação do bloco de controle.²

Desde então essa regra foi mantida e, por força da autorregulamentação, em alguns casos ampliada. É o que ocorre nos segmentos especiais de listagem do Novo Mercado e do Nível 2 da B3, que impõem às companhias neles listadas uma regra de *tag along* mais vantajosa para os acionistas minoritários do que aquela consignada no art. 254-A da LSA. No Novo Mercado, que, desde sua criação se tornou o segmento preferido para aberturas de capital no Brasil, as companhias devem prever em seus estatutos que a OPA por alienação de controle deve ser realizada por preço igual ao valor por ação pago ao controlador alienante. Lembre-se que as companhias do Novo Mercado só podem ter ações ordinárias. A mesma regra deve ser seguida pelas companhias do Nível 2 em relação às ações votantes. Neste segmento, a OPA também deverá abranger as ações não votantes, às quais se atribuirá preço correspondente a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação do bloco de controle.

3. Comissão de Valores Mobiliários

Conhecida popularmente como “xerife do mercado de capitais”, a Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, à qual compete, nos termos da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”), disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. Estão sujeitas à atuação da CVM todas as companhias abertas, isto é, as sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

A finalidade da CVM está muito bem resumida em uma passagem da ainda atual introdução aos fundamentos para a regulação do mercado de valores mobiliários, divulgada pela autarquia em 1979:

“A CVM, no exercício de suas funções, seguirá os preceitos do sistema que se baseia na economia de mercado e na livre iniciativa, reconhecido como o mais eficaz para a promoção e desenvolvimento do País.

² Aparentemente não houve qualquer critério objetivo para a escolha do limite de 80%. Tal percentual parece ter sido adotado apenas para conciliar as posições antagônicas do grupo que desejava o retorno do tratamento igualitário previsto no revogado art. 254 com aquele que preferia não ver restaurado o direito de saída conjunta, ao menos em bases igualitárias. Conforme arguta observação de Roberta Nioac Prado, “[q]uis o legislador agradecer ‘gregos e troianos’” (*Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 112.).

A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam”.³

A CVM é dirigida por um Colegiado composto de um Presidente e quatro Diretores, conforme prevê o Decreto 6.382, de 27 de fevereiro de 2008.⁴ Funciona, dessa forma, como um órgão de deliberação colegiada, manifestando-se por meio do voto dos membros do seu órgão dirigente. O Presidente e os quatro Diretores possuem igual competência para apreciar as matérias submetidas ao Colegiado,⁵ não havendo, entre eles, qualquer hierarquia no cômputo de votos, salvo no caso de empate, quando prevalecerá o entendimento do Presidente, por meio de “voto de minerva”.⁶

No exercício das funções que lhe são atribuídas, o Colegiado da CVM será auxiliado por um corpo técnico composto de uma Superintendência Geral e treze Superintendências específicas, das quais releva citar a Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) e a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”). À primeira compete, entre outras atribuições, coordenar, supervisionar e fiscalizar os registros de companhias abertas. À SRE, por sua vez, incumbe coordenar, supervisionar e fiscalizar o registro das distribuições públicas de valores mobiliários e, dentro desse escopo, também as ofertas públicas para aquisição de ações – OPAs.

No que concerne à alienação de controle de companhia aberta, o art. 254-A da LSA confere à CVM duas atribuições específicas: (i) regulamentar a OPA por alienação de controle, e (ii) autorizar a alienação de controle.⁷ Além dessas atribuições específicas, a CVM terá também exerce no âmbito das alienações de controle, tal como ocorre em outras matérias da regulação do mercado acionário, a função de manifestar seu entendimento, contribuindo para orientar os agentes do mercado, e as funções fiscalizadora e sancionadora. Examinamos a seguir cada uma dessas atribuições.

³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*, 1979, p. 3, citado por SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, n. 34, 2006, p. 82.

⁴ O presidente e os diretores da CVM são nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais, e têm mandato de cinco anos (art. 6º da Lei 6.385/76).

⁵ Não obstante, terá o Presidente da CVM incumbências próprias, que incluem planejar, dirigir, coordenar e controlar as atividades da CVM, bem como convocar e presidir as reuniões do Colegiado.

⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 245.

⁷ Para uma visão mais geral das funções da CVM, confira-se PARENTE, Norma Jonssen. *Mercado de capitais*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018 (p. 95-143); EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES (op. cit., p. 243-370); DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*, Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006; e TRINDADE, Marcelo Fernandez. *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil* (In: SADDI, Jairo (Org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 297 - 329).

4. Regulação da OPA por alienação de controle

A primeira das atribuições específicas da CVM no que concerne às alienações de controle está prevista no § 3º do art. 254-A, segundo o qual cabe à CVM “estabelecer as normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput”. Insere-se, junto com a atribuição conferida à CVM para que discipline as demais ofertas públicas previstas na LSA,⁸ no campo da sua função normativa, prevista, de modo geral, no art. 8º, I, da Lei 6.385/76.⁹

A função normativa da CVM – assim como de outros entes vinculados ao Poder Executivo – consiste em estabelecer regras secundárias em complementação às normas legais, com o objetivo de especificar os mandamentos da lei ou torná-los executáveis. Tal função adquire especial relevância em se tratando de setores dinâmicos, em evolução acelerada, que demandam conhecimento técnico especial, como é o caso do mercado de valores mobiliários.

A LSA apenas determina que o adquirente do controle deverá realizar uma oferta pública, sem porém prever como a oferta procederá, atribuindo, pois, à CVM a tarefa de regulamentá-la. Note-se que o legislador de 2001, nesse ponto, não seguiu seu antecessor de 1976, que, no âmbito do revogado art. 254 da LSA, havia outorgado tal competência normativa ao Conselho Monetário Nacional. ^{10,11}

A CVM exerceu a atribuição que lhe foi atribuída no pelo art. 254-A baixando a Instrução CVM 361, de 5 de março de 2002 (“Instrução 361/02”), posteriormente alterada pelas Instruções CVM 436/2006, 480/2009, 487/2010, 492/2011 e, mais recentemente, pela Instrução CVM 604/2018, disciplinando não somente a OPA por alienação de controle, mas todas as demais ofertas públicas relacionadas às companhias abertas: cancelamento de registro, aumento de participação, voluntária, aquisição de controle e concorrente. Antes da Instrução 361/02, a regulamentação das ofertas públicas estava dispersa ao longo de várias outras instruções.¹² Fez bem a CVM em reunir, em um único diploma legal, todas as ofertas públicas, o que lhe permitiu estabelecer, de modo sistemático, por um lado, regras gerais aplicáveis a todas as OPAs, e, por outro, regras específicas para cada uma delas.

⁸ Essa função regulamentar, em relação às demais ofertas públicas, está prevista no § 4º do art. 4º da LSA (oferta por cancelamento de registro de companhia aberta e oferta por aumento de participação) e no § 4º do art. 257 da LSA (oferta para aquisição de controle).

⁹ Art. 8º da Lei 6.385: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I – regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na Lei de Sociedades Anônimas; (...)”.

¹⁰ Guilherme Döring Cunha Pereira questiona o fato de essa competência ter sido atribuída ao CMN e não à CVM, então recém criada, levantando as hipóteses de “cochilo” do legislador ou de preocupação em entregar tal tarefa a “um órgão superior, de caráter mais político e menos técnico” (PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 182).

¹¹ Com base nessa atribuição, o CMN baixou a Resolução 401, de 22 de dezembro de 1976. Tal Resolução foi alvo de muitas polêmicas, tendo muitos especialistas entendido, à época, que o Conselho extrapolou seus poderes regulamentares, chegando a modificar certas regras determinadas por lei (veja-se, por todos, CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 127 e seguintes).

¹² Instruções CVM 229/95, 299/99 e 340/00, todas revogadas pela Instrução 361/02.

A função normativa do Poder Executivo e dos seus entes autárquicos deve ser exercida em consonância e nos limites da lei, os quais não poderão violá-la ou ultrapassar seus limites, invadindo o campo de atuação do Poder Legislativo, sob pena de incorrer em ilegalidade.

Recorre-se à lição de Hely Lopes Meirelles:

“Como ato inferior à lei, o regulamento não pode contrariá-la ou ir além do que ela permite. No que o regulamento infringir ou extravasar a lei, é írrito e nulo, por caracterizar situação de ilegalidade” .13

De outro modo estaria o executivo a usurpar função própria do legislador, convertendo-se em um poder legislativo paralelo.

No que concerne à oferta pública por alienação de controle, entendemos que, apesar das críticas que lhe são feitas, a Instrução 361/02, de modo geral, respeita os limites e os ditames da lei.^{14,15} Na medida em que a LSA não fornece regras detalhadas sobre os requisitos e processamento da oferta, coube à CVM prover as minúcias necessárias de modo a tornar a OPA por alienação de controle executável.

5. Autorização da alienação de controle

A segunda atribuição da CVM em relação à alienação de controle de companhia aberta assenta-se no § 2º do art. 254-A da LSA, segundo o qual a Comissão *“autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta atendem aos requisitos legais”*.¹⁶

¹³ MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito administrativo brasileiro*. 34. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2008, p. 184.

¹⁴ Uma das principais críticas que foi feita à Instrução 361/02 no que concerne à OPA por alienação de controle refere-se ao seu art. 29, que dispõe que a oferta deverá abranger todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o *“pleno e permanente direito de voto”*. Para parte da doutrina (veja-se, por todos, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Sariva, 2009, v. 4, tomo II, p. 162 e seguintes), a CVM teria extrapolado o seu poder regulamentar, na medida em que lei não faz referência ao critério de plenitude ou de permanência desse direito. Por essa visão, a OPA deveria também abranger as ações com voto restrito (art. 111, *caput*, da LSA) e voto temporário (§ 1º do art. 111 da LSA). Conforme analisamos com maior profundidade no livro *Alienação de controle de companhia aberta* (São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. p. 215-221), a nosso juízo, embora a lei não entre nesse detalhe, a interpretação dada pela CVM à questão na Instrução 361/02 está correta. Por conta da sistemática da lei, o controlador alienante só está obrigado a destinar a oferta aos titulares de ações que tenham direito a voto pleno e permanente.

¹⁵ Uma das regras da Instrução 361/02 relacionadas à alienação de controle que, a nosso ver, é excessiva é aquela prevista no inciso II do §4º do art. 30 da Instrução 361/02, relativa ao prêmio de permanência. Impõe ao adquirente do controle que queira oferecer aos minoritários o prêmio de permanência um ônus inexistente na OPA por alienação de controle. Tratamos dessa questão em detalhe no livro *Alienação de controle de companhia aberta* (op. cit., p. 255-256).

¹⁶ Convém lembrar que, na vigência do revogado art. 254 da LSA e da Resolução 401/76, as alienações de controle estavam submetidas a regime semelhante. O § 1º do art. 254 consignava que a CVM deveria zelar para que fosse assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de

A autorização a ser concedida pela CVM constitui uma função estritamente vinculada.¹⁷ Em outras palavras, não compete à Comissão entrar no mérito da conveniência ou oportunidade da alienação de controle, nem tampouco nos termos acordados entre alienante e adquirente do controle, cabendo-lhe, tão somente, averiguar se a oferta pública está sendo realizada em conformidade com o disposto no art. 254-A da LSA e na Instrução 361/02.¹⁸ Com efeito, preleciona o citado § 2º que a CVM *autorizará* a alienação de controle *desde que verificado* que as condições da OPA formulada estão em conformidade com os requisitos legais. Trata-se de competência estrita. Esclarece Fernando Albino de Oliveira:

*“Como em qualquer outorga de competência legal, o âmbito da competência outorgada vem balizado na lei de outorga, pois sendo a CVM um órgão integrante da administração pública, tem poder normativo infralegal, subordinado à lei”.*¹⁹

Em consonância com o princípio da autonomia da vontade consagrado no art. 421 do Código Civil, alienante e adquirente do controle podem celebrar o contrato de compra e venda das ações do bloco de controle (ou quaisquer outros que venham a embasar a alienação do controle) nos termos e condições que lhes forem convenientes, desde que a OPA venha a ser devidamente realizada. À CVM cabe apenas checar se a oferta lançada pelo adquirente do controle assegura aos minoritários votantes preço equivalente a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle e atende aos demais requisitos da Instrução 361/02. Estando a OPA em conformidade com tais exigências, estará a Comissão obrigada a autorizar a alienação de controle. Justifica-se a intervenção da CVM justamente para que ela possa, em proteção dos minoritários, confirmar que o ofertante, na formulação da OPA, cumpriu todas as normas legais e regulamentares, em especial a que fixa o preço das ações na oferta.

A autorização é obtida por meio da submissão, à CVM, de pedido de registro da OPA por alienação de controle, no prazo máximo de 30 (trinta) dias a contar da celebração do instrumento definitivo de alienação de controle, conforme manda o § 2º do art. 29 da Instrução 361/02. Será dirigido à SRE, que, como vimos, tem por atribuição supervisionar o registro de ofertas públicas para aquisição de ações. Ao analisar o pedido, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários poderá deferir-lo, denegá-lo ou, ainda, fazer exigências, pedindo esclarecimentos ou

ações. O artigo V da Resolução 401/76, a seu turno, estabelecia que a alienação de controle dependia de prévia autorização da CVM.

¹⁷ No mesmo sentido, CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson (*A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 408), e LOBO, Carlos Augusto da Silveira (*Alienação do controle de companhia aberta*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2004, v. 2).

¹⁸ A Resolução 401/76 era um pouco mais explícita a esse respeito, prevendo, em seu art. V, que a alienação de controle dependia da autorização da CVM *“para efeito de verificar se as condições da oferta pública aos acionistas minoritários satisfaz aos requisitos desta Resolução”*.

¹⁹ OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. *A alienação do controle societário na lei das S.A.* In: SADDI, Jairo (Org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 229.

exigindo correções nos instrumentos de suporte da OPA. Das decisões da SRE a respeito do registro da OPA caberá recurso ao Colegiado, nos termos da Deliberação CVM 463, de 25 de julho de 2003.²⁰ O registro da OPA pela CVM implica autorização da alienação de controle, sob a condição de que a oferta venha a ser efetivada nos termos aprovados e prazos regulamentares.

Os limites de atuação da CVM na concessão de autorização para alienação de controle têm sido bastante discutidos no âmbito do exame, pela autarquia, do cálculo do preço das ações nas OPA envolvendo a alienação de controle indireto, uma das questões mais complexas em matéria de *tag along*.²¹ Nesses casos, conforme prevê a Instrução 361/02, o adquirente do controle deve submeter à CVM, apoiado em metodologia apropriada, a demonstração justificada do cálculo do preço das ações na OPA correspondente à alienação do controle da companhia objeto. Conforme o Colegiado já se posicionou em mais de uma ocasião,²² a CVM deve apenas verificar a existência da demonstração justificada de preço e de sua razoabilidade, não podendo, rejeitar uma técnica de avaliação por não entender ser a melhor ou por não ser a utilizada com maior frequência. A competência da autarquia, repita-se, é vinculada. Assim, a CVM deve presumir que a escolha da metodologia feita pelo ofertante foi legítima e verificar se está coerente com a avaliação empregada na negociação da alienação de controle.

6. Manifestação de entendimento

A par das atribuições descritas acima, a CVM tem tido uma importante atuação preventiva na manifestação do seu entendimento a respeito da caracterização da alienação de controle de companhias abertas e da formulação da OPA. Essa atuação baseia-se na sua função consultiva, prevista, de modo genérico, no art. 13 da Lei 6.385/76, que prescreve que a CVM “*manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes de mercado de valores mobiliários ou qualquer investidor*”, e também no inciso I, § 1º, do art. 8º da mesma lei, que determina que a Comissão poderá, com o fito de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, “*divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado*”.

As manifestações de entendimento consistem na divulgação, pela CVM, da sua posição a respeito da possível ocorrência de ilegalidade em um caso concreto, ou do enquadramento de determinada situação na lei, regulamento, norma estatutária, contratual ou proveniente de autorregulação.²³ Geralmente motivadas por consulta ou reclamação de agentes do mercado,

²⁰ O art. I da Deliberação consigna que o recurso deverá ser apresentado pelo interessado no prazo de 15 (quinze) dias da sua ciência.

²¹ Analisamos essa questão no artigo “Preço das ações na oferta pública por alienação de controle de companhia aberta” (In: HANSZMANN, Felipe (Org.). *Atualidades em direito societário e mercado de capitais*, vol. III. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018, p. 445-453).

²² Casos Arcelor Brasil (Processo CVM RJ 2007/1996) e CPFL Energias Renováveis (Processo CVM 19957.001656/2017-25).

²³ EIZIRIK; GALL; PARENTE; HENRIQUES, op. cit., p. 258.

mas podendo também ser emitidas de ofício, têm por objetivo informar o mercado a respeito da posição da CVM sobre assuntos de sua competência, bem como para, nas palavras de Luiz Leonardo Cantidiano, “*persuadir aquele que está prestes a praticar ato contrário às normas a alterar seu comportamento*” ou “*orientar os investidores que possam ser prejudicados pela prática do ato a agir, no foro próprio, em defesa dos seus interesses*”.²⁴

Como esclarece Norma Parente:

*“De forma recorrente, os participantes do mercado consultam as Superintendências e o Colegiado da autarquia a respeito do enquadramento de determinada operação às normas por ela expedidas. Desse modo, já conhecem de antemão qual o posicionamento da CVM e podem executar a operação pretendida sem temer repreensões por parte do órgão regulador, prestigiando-se, então, o princípio da segurança jurídica.”*²⁵

Observe-se que a CVM tem poderes para negar o registro de atos que lhe são submetidos ou impor as sanções previstas na Lei 6.385/76, porém não possui autoridade para declarar nulo ou anular certo ato ou, ainda, impedir a sua prática por agente do mercado, função própria do Poder Judiciário.²⁶ Ante a potencial realização de ato que considera ser ilegal, cabe à CVM manifestar seu entendimento, na expectativa de que sua opinião desestimule o agente a dar prosseguimento ao que havia planejado. Caso o ato supostamente ilegal já tenha sido praticado, ou venha a ser implementado não obstante a expressa posição contrária da CVM, sua manifestação servirá de guia para que eventuais prejudicados possam, pelos caminhos apropriados, sobretudo perante o Poder Judiciário, fazer valer seus direitos.

No âmbito da alienação de controle, as manifestações de entendimento, em especial as decisões do Colegiado, têm sido um instrumento bastante útil de orientação do mercado a respeito do que caracteriza uma alienação de controle, especialmente diante de determinadas questões controvertidas. Nesse contexto, as manifestações em geral decorrem de consulta formulada por eventual adquirente do controle, que busca o entendimento da CVM sobre a incidência do art. 254-A da LSA em relação a uma operação específica, ou de reclamação de minoritário quando diverge das condições da OPA ou da sua não realização pelo suposto adquirente do controle. As reclamações e consultas são encaminhadas à SRE, dada a sua competência geral para fiscalizar as

²⁴ Palestra intitulada “O papel regulador da CVM”, proferida por CANTIDIANO, Luiz Leonardo no V Congresso Anual do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Transcrita na *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 27. 2005.

²⁵ PARENTE, op. cit., p. 132.

²⁶ Sobre o assunto, recorde-se a lição de Marcelo Fernandez Trindade: “*Na verdade, como se viu da análise dos poderes atribuídos em lei à CVM, não tem ela o poder de anular atos societários. Seja em caso de nulidade, seja de anulabilidade, seja em hipóteses de prejuízo aos acionistas minoritários, o poder da CVM, no particular, restringe-se à sanção, pela aplicação das penalidades (atualmente bastante significativas) àqueles que derem causa aos ilícitos*” (TRINDADE, op. cit, p. 324).

OPAs. Caso a parte interessada discorde do posicionamento da SRE, pode recorrer ao Colegiado, nos termos da citada Deliberação CVM 463/03. Das deliberações da CVM em manifestações de entendimento, não há recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, visto que a competência deste órgão, em matéria de mercado de valores mobiliários, restringe-se ao reexame de decisões da CVM em processos sancionadores.

A manifestação de entendimento, quando proferida pelo Colegiado, ensinam Nelson Eizirik *et al.*, “vincula a Administração Pública quanto à opinião esposada naquele caso, de forma a não contrariar o próprio princípio inspirador da existência de manifestações de entendimento, que é o da segurança jurídica”.²⁷ Por exemplo, vindo o Colegiado a entender que determinada operação não está sujeita à incidência do art. 254-A da LSA, não podem as áreas técnicas da CVM, por óbvio, instalar inquérito para apurar infrações decorrentes da falta de formulação de OPA pelo novo controlador. Isso não quer dizer que o Colegiado da CVM não possa, com o passar do tempo, alterar o seu entendimento a respeito de determinada matéria. Marcelo Fernandez Trindade, à época Presidente da CVM, em voto prolatado no âmbito dos Processos CVM RJ 2004/4558, 2004/4559, 2004/4569 e 2004/4583, citado por Eizirik *et al.*,²⁸ refere-se ao que chama de “*guinadas de procedimento ou interpretação*” da CVM, não para afastá-las, posto que inevitáveis, principalmente diante da rápida evolução do direito empresarial e de mudanças na composição do Colegiado, mas sim para afirmar que novas interpretações só deveriam ser aplicadas a novos casos, em linha com o disposto no inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784, de 29 de janeiro de 1999.²⁹

As manifestações de entendimento pelo Colegiado da CVM sobre alienação de controle, em conjunto com as decisões emanadas daquele órgão no âmbito do pedido de registro de OPA, têm sido relevantes para esclarecer, à luz de casos concretos, importantes aspectos da interpretação do art. 254-A da LSA. No nosso livro *Alienação de controle de companhia aberta*,³⁰ analisamos os casos mais relevantes e a posição adotada pelo Colegiado da autarquia ao delimitar o campo de abrangência da alienação de controle.

7. Funções fiscalizadora e sancionadora

Uma das atribuições mais emblemáticas da CVM – talvez aquela que mais justifique o apelido de xerife do mercado – seja o seu poder fiscalizador e sancionador, que constitui um meio de averiguar e punir o eventual descumprimento de lei ou ato regulamentar. As penas, estabelecidas no art. 11 da Lei 6.385/76, com a alteração dada pela recente Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017,³¹ serão impostas pela Comissão após o regular procedimento administrativo,

²⁷ EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, op. cit., p. 258-259.

²⁸ *Ibid.*, p. 259.

²⁹ Parágrafo único, XIII, do art. 2º da Lei 9.784, de 29 de janeiro de 1999: “*Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...) XIII – interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação*”.

³⁰ PENNA, op. cit., p. 275-313.

³¹ Em relação às infrações de menor gravidade, não havendo reincidência, aplicam-se as penas de advertência ou multa. No caso de infrações mais graves, as penas variam desde a suspensão ou inabilitação para o exercício em

com direito a ampla defesa e recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. No que tange às alienações de controle, tais sanções podem ser aplicadas, vindo a ocorrer atraso ou falta de divulgação de ato relevante ou uso de informação privilegiada sobre a alienação de controle, falta de apresentação de pedido de registro da OPA por alienação de controle não obstante a celebração de contrato acarretando a alienação de controle, irregularidades no processamento da OPA, assim como outras situações que acarretem violação da lei ou dos atos da CVM.

Como qualquer outro ato administrativo, as decisões da CVM podem ser questionadas em juízo. Nesse sentido, o adquirente que tiver pedido de registro de OPA indeferido pela CVM pode tentar reverter essa decisão em juízo, acreditando ter motivos para tanto. Da mesma forma, um investidor tem o direito de recorrer ao Poder Judiciário para contestar a não realização de OPA pelo suposto adquirente do controle da companhia da qual seja acionista minoritário, a despeito de prévia manifestação de entendimento, pela área técnica ou pelo Colegiado da CVM, de que no caso não teria ocorrido a alienação de controle.

8. Função de fomento

Além das funções anteriormente examinadas, é preciso também mencionar o importante papel que a CVM tem tido em estimular e promover o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e, nesse contexto, fomentar a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas companhias abertas.

Nesse âmbito, em junho de 2002, a CVM lançou a cartilha intitulada “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, contendo orientações sobre a adoção, pelas companhias abertas, de boas práticas de governança corporativa, dispondo sobre o direito ao *tag along* em dois dos seus itens. Na cartilha, a autarquia recomenda às companhias que a OPA por alienação de controle seja estendida a todas as ações da companhia, independente de espécie ou classe, e, indo além, seja realizada pelo mesmo preço unitário pago ao alienante do controle.

Mais recentemente, a CVM terminou por acolher o Código Brasileiro de Governança Corporativa de Companhias Abertas de 2016, elaborado pelo Grupo de Trabalho Interagentes com a coordenação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, um compêndio de diversas recomendações práticas de boa governança corporativa. Uma das recomendações do Código é justamente a extensão da OPA por alienação de controle a todos os minoritários, com a socialização *total* do prêmio de controle.^{32,33}

cargos de companhias abertas ou entidades participantes do mercado de capitais, até a suspensão ou cassação do registro. Por força redação dada ao artigo 11 pela Lei 13.506/17, as multas agora podem chegar até R\$ 50 milhões (o limite anterior era de R\$ 500 mil).

³² Item 1.5.

³³ Essa recomendação já constava do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, que era editado pelo IBGC antes do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

Embora a observância das regras do Código não seja obrigatória, a CVM busca estimular que elas sejam seguidas pelas companhias abertas. Por meio da Instrução 586, de 8 de junho de 2017, a CVM passou a exigir que as companhias abertas divulguem, anualmente, o informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa. No modelo “pratique ou explique”, as companhias devem indicar no informe se adotam ou explicar o motivo pelo qual não adotam cada uma das regras de governança corporativa do Código. Em relação à alienação de controle, devem indicar se atribuem aos minoritários, no *tag along*, preço por ação igual ao preço pago por ação do bloco de controle, ou explicar o motivo pelo qual não seguem tal recomendação.

9. Considerações finais

Apesar de ser objeto apenas de um artigo e quarto parágrafos da LSA, a alienação de controle de companhia aberta é tema altamente complexo e igualmente controverso. Com o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro e consequente aumento do dinamismo do mercado de controle de companhias abertas, a alienação de controle há muito não se restringe à mera venda das ações do bloco de controle majoritário, envolvendo – ou às vezes combinando – a transferência do controle minoritário, o ingresso de acionista no grupo controlador ou a troca de posições relativas entre seus membros, reorganizações societárias, grupos internacionais espalhados por diversos países, preços diferenciados por ações da mesma companhia, só para citar algumas das questões envolvendo a alienação de controle. Tal complexidade e controvérsia decorrem, sobretudo, do fato de que o conceito de alienação de controle, ponto de partida para determinar se há obrigatoriedade na realização de oferta pública, não é objetivo e, portanto, facilmente delimitado.

Nesse contexto, a CVM tem tido um atuação de extrema relevância no âmbito das alienações de controle de companhia aberta, seja na sua função regulamentar, autorizativa, fiscalizadora, sancionadora e, ainda, de fomento. Na elaboração da Instrução 361/02 e nos seus contínuos aprimoramentos, na análise de pedidos de registro de ofertas públicas, nas suas manifestações de entendimento a respeito de diversas operações envolvendo efetivas ou supostas alienações de controle, e na fiscalização e imposição de sanções, a CVM tem tido um papel fundamental na interpretação e de construção jurídica em torno do art. 254-A da LSA.

Bibliografia

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O papel regulador da CVM. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 27, 2005.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4, tomo II.

_____. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*, Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Alienação do controle de companhia aberta*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito administrativo brasileiro*. 34. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2008.

OLIVEIRA, Fernando A. Albino. *Alienação do controle societário na lei das S/A*. In: SADDI, Jairo (Org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.

PARENTE, Norma. *Mercado de capitais*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018 (v. 6 da coleção CARVALHOSA, Modesto (Coord.), *Tratado de direito empresarial*).

PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo, Quartier Latin, 2012.

_____. *Preço das ações na oferta pública por alienação de controle de companhia aberta*. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). *Atualidades em direito societário e mercado de capitais*, vol. III. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995.

PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. *Notas sobre o poder normativo da comissão de valores mobiliários: CVM na atualidade*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 34, 2006.

TRINDADE, Marcelo F. *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*. In: SADDI, Jairo (Org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.