

Excelentíssimo Senhor Presidente do Supremo Tribunal Federal, Ministro Luís Roberto Barroso

ASSOCIAÇÃO DE COMÉRCIO EXTERIOR DO BRASIL (“AEB” ou “Autora”), pessoa jurídica de direito privado, inscrita no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (“CNPJ”) sob o nº 34.152.660/0001-00, com sede na Avenida General Justo, nº 335, 5º andar, Centro, Rio de Janeiro-RJ, CEP 20021-130 e com endereço eletrônico contato@aeb.org.br, vem, respeitosamente, à presença de Vossa Excelência, por seus advogados (Doc. 1), com base nos artigos 102, alínea “a”, 103, inciso IX, ambos da Constituição Federal, bem como no artigo 2º, inciso IX, da Lei federal nº 9.868/1999, propor

**AÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE
COM PEDIDO DE MEDIDA CAUTELAR**

em face do art. 254-A, caput e §1º, §2º e §3º da Lei federal nº 6.404/1976 (“Lei das S.A” ou “LSA”, Doc. 2), incluído pela Lei federal nº 10.303/2001, requerendo que lhe seja conferida interpretação conforme à Constituição, a fim de conformar-lhe com os seguintes dispositivos da Constituição Federal: (i) artigos 1º, caput e 5º, XXXVI, dos quais decorrem o princípio da segurança jurídica; (ii) artigos 2º e 174, que preveem a deferência à discricionariedade técnica do órgão regulador; (iii) artigos 2º e 60, §4º, III, que lastreiam o princípio da separação dos poderes; (iv) artigo 5º, caput, que garante o princípio da isonomia e o direito de propriedade; (v) artigos 3º, inciso II, 170, inciso IV e 172, que abrangem o objetivo de desenvolvimento nacional, a livre concorrência e o incentivo ao investimento; pelas razões de fato e de direito a seguir expostas.

Sumário

I. DO OBJETO E CONTEXTO DA AÇÃO.....	3
II. DOS PRESSUPOSTOS PARA CONHECIMENTO DA AÇÃO.....	6
II.1 CABIMENTO	6
II.2 LEGITIMIDADE ATIVA.....	7
II.3 PERTINÊNCIA TEMÁTICA.....	11
III. DO INSTITUTO DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE NO DIREITO BRASILEIRO	16
III.1 PRECEDENTES DA CVM ACERCA DA APLICABILIDADE DO ART. 254-A DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	22
IV. DA NECESSIDADE DE FIXAÇÃO DE INTERPRETAÇÃO CONFORME	32
IV.1 DUAS INTERPRETAÇÕES DOS DISPOSITIVOS OBJETO DESTA ADI	33
IV.2 PRESERVAÇÃO DA SEGURANÇA JURÍDICA.....	39
IV.2.1. <i>Precedente do STJ</i>	39
IV.2.2. <i>Proteção Constitucional à Segurança Jurídica</i>	44
IV.3 DEFERÊNCIA À DISCRICIONARIEDADE TÉCNICA DO ÓRGÃO REGULADOR	53
IV.4 CUMPRIMENTO DO OBJETIVO DE DESENVOLVIMENTO NACIONAL E DO INCENTIVO AO INVESTIMENTO E À LIVRE CONCORRÊNCIA	57
V. PRESSUPOSTOS PARA A CONCESSÃO DA MEDIDA CAUTELAR.....	61
VI. PEDIDOS.....	67

Impresso por: 021.770.978-11 - MARIA LÉTICIA SOUSA BORGES
Em: 14/03/2024 22:39:00

I. DO OBJETO E CONTEXTO DA AÇÃO

1. A presente Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) tem por objeto o art. 254-A, caput e §1º, §2º e §3º, da Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas ou LSA), incluído pela Lei 10.303/2001, que regula hipótese de obrigatoria realização de oferta pública de aquisição (OPA) por alienação onerosa do controle de uma sociedade anônima aberta¹. Por meio da presente ADI visa-se promover interpretação conforme do referido dispositivo legal que privilegie as normas constitucionais, a estabilidade do entendimento das agências reguladoras e, com isso, mitigue inseguranças do mercado, bem como a declaração de nulidade, sem redução de texto, dos sentidos interpretativos desse preceito de lei federal destoantes de regras e princípios constitucionais de hierarquia superior.

2. A OPA é uma oferta unilateral, regida por lei e regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da qual o novo adquirente do controle de uma companhia possibilita aos demais acionistas minoritários que vendam suas ações a condições semelhantes àsquelas das quais o antigo controlador desfrutou (no mínimo 80% do valor pago, segundo o art. 254-A da LSA). Tal hipótese de OPA fundamenta-se historicamente como uma regra de tratamento igualitário entre o acionista controlador e os demais acionistas, em situações de alteração no poder de condução de uma companhia, garantindo-lhes o direito de "ir junto" (*tag along*) com o antigo controlador, ou seja, de vender suas ações em condições assemelhadas² àsquelas alienadas pelo acionista controlador.

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 no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o *caput*, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o *caput*.

² Pelo "preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle" (art. 254-A, *caput*, LSA).

3. De acordo com a legislação que rege o tema, o órgão designado para autorizar as alienações de controle, desde que atendidas as condições legais de OPA, é a CVM. No âmbito de sua competência, a autarquia editou a Resolução nº 85/2022, que substituiu a Instrução nº 361/2002 na regulação das OPAs no ordenamento pátrio.

4. Pode-se dizer que a OPA por alienação de controle é um instituto tradicional do direito brasileiro, introduzido no ordenamento desde a vigência da LSA em 1977, com breve supressão entre 1997 e 2001.

5. Desde então, a CVM, em conformidade com a LSA, analisa alienações de ações em companhias abertas e define se há necessidade de OPA. Segundo o entendimento da autarquia, para que haja obrigação de OPA, é preciso (i) que haja um controlador previamente, (ii) que esse controlador aliene ações de sua titularidade e (iii) que, com isso, o adquirente das ações se torne o novo controlador.

6. Para que um acionista seja considerado controlador, segundo a LSA e o entendimento da CVM, deve ser *"titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia"*³.

7. No mesmo sentido, o §2º do art. 243 da LSA assim estabelece: *"Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores."*

³ Art. 116, LSA. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

8. Assim, para fins de obrigação de realização de OPA por alienação de controle, só é controlador aquele que for titular de direito que assegure, de modo permanente, a maioria dos votos em deliberações de uma companhia e o poder de eleger a maioria dos administradores. Isto é, apenas é controlador o acionista que detenha a maioria das ações (i) com direito de voto ou (ii) dentre os integrantes de um acordo entre acionistas, os quais, combinados, tenham a maioria das ações com direito de voto (gerando, assim, um bloco de controle).

9. Contudo, em decisão recente⁴, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) atribuiu ao dispositivo objeto desta ADI interpretação inconstitucional que carece de objetividade e é frontalmente divergente em relação àquela fixada pela CVM no exercício de sua competência. Isso porque (i) não exigiu, para gerar a obrigação de OPA, a existência de um controlador prévio. Ademais, ao avaliar a posição assumida pelo adquirente, (ii) admitiu a possibilidade de que um controle minoritário deflagrasse a obrigação de OPA (isso é, admitiu que, mesmo sem a maioria das ações da companhia ou do bloco de controle, um acionista poderia ser considerado novo controlador).

10. Essa decisão, somada a debates sobre a existência do chamado controle minoritário, gera um cenário de insegurança jurídica incompatível com a ordem constitucional. Tal situação exige um posicionamento desse e. STF, a fim de que seja fixada interpretação conforme do art. 254-A da LSA **em atenção à segurança jurídica, à deferência à discricionariedade técnica do órgão regulador, à separação de poderes, à isonomia, ao direito de propriedade, ao desenvolvimento nacional, à livre concorrência e ao incentivo ao investimento**. Para tanto, é necessário que o STF, a partir da interpretação conforme à Constituição sem redução de texto, reafirme a jurisprudência administrativa e judicial então prevalente sobre a interpretação do art. 254-A, com o estabelecimento de critérios objetivos, aferíveis ao momento da operação, para definição da materialização da obrigação de realização de OPA.

⁴ Acórdão proferido pelo STJ no âmbito do EDcl no REsp 1.837.538/SP, rel. para acórdão Min. Moura Ribeiro, Terceira Turma, DJe de 25/6/2024.

11. Destaque-se que o cenário de insegurança jurídica que está instaurado atingirá não apenas as futuras negociações de participação em sociedades anônimas, mas também operações já consumadas⁵, gerando incertezas diversas aos agentes econômicos envolvidos e elevados custos de transação, em violação à ordem constitucional. A título de exemplo, destaca-se que a decisão do STJ reviu situação jurídica **consolidada** com relação a uma transação efetivada em 2011, e, mais de uma década depois, entendeu, em contrariedade às orientações da própria CVM, que seria obrigatória a realização de oferta pública de ações, mesmo sem a existência de prévio controlador ou, ainda, que a obrigação presente no art. 254-A seria acionada pela presença de um acionista que, mesmo sem titularizar a maioria das ações da companhia ou do bloco de controle, poderia ser considerado um novo controlador.

12. O cenário tem se agravado e reclama manifestação dessa Suprema Corte. Afinal, diante da possibilidade de uma interpretação expansiva das hipóteses de obrigatoriedade de realização de OPA, diversos acionistas minoritários têm o incentivo de ajuizar ações para discutir operações societárias passadas, o que, de outro lado, representa desincentivo ao investimento e à circulação de bens e valores no mercado.

13. Diante dessas razões, é fundamental que esse e. STF exerça a jurisdição constitucional abstrata para afastar, a partir da técnica da interpretação conforme, a insegurança jurídica que tem comprometido a higidez, a atratividade e a segurança do mercado acionário brasileiro.

II. DOS PRESSUPOSTOS PARA CONHECIMENTO DA AÇÃO

II.1 CABIMENTO

⁵ Com a nova orientação do STJ, acionistas minoritários de companhias que experienciaram alterações de composição societária semelhante àquelas verificadas no caso decidido (relevantes, mas sem transferência do controle) poderão ajuizar ações tentando obter parecidas indenizações.

14. A presente Ação Direta de Inconstitucionalidade encontra-se fundamentada no art. 102, inciso I, alínea "a", da Constituição, que estabelece a competência do Supremo Tribunal Federal para declarar, em controle concentrado, a inconstitucionalidade de leis ou atos normativos federais, *in verbis*:

Art. 102. Compete ao Supremo Tribunal Federal, precipuamente, a guarda da Constituição, cabendo-lhe:

I - processar e julgar, originariamente:

a) a ação direta de inconstitucionalidade de lei ou ato normativo federal ou estadual e a ação declaratória de constitucionalidade de lei ou ato normativo federal; (...)

15. Tal controle abrange a técnica da interpretação conforme, que, como leciona o Ministro Alexandre de Moraes, *"é utilizável quando a norma impugnada admite, dentre as várias interpretações possíveis, uma que a compatibilize com a Carta Magna, e não quando o sentido da norma é unívoco"*⁶. Ou seja, com essa técnica, não se declara a inconstitucionalidade de uma norma, mas sim de interpretações desta que não se coadunem com a Constituição, fixando-se, oportunamente, a correta interpretação constitucional.

16. Destaque-se, ainda, que a ADI tem como objeto o artigo 254-A da LSA, criado a partir da Lei nº 10.303/2021. Isso significa que, embora a LSA seja um ato normativo pré-constitucional, o dispositivo cujas interpretações inconstitucionais se impugna é inequivocamente pós-constitucional, o que revela o cabimento da ADI⁷.

II.2 LEGITIMIDADE ATIVA

17. O artigo 103, inciso IX, da CF, confere às associações de classe de âmbito nacional a legitimidade para provocar o controle concentrado de constitucionalidade. Para tanto, as entidades devem cumprir as condicionantes procedimentais definidos pela jurisprudência deste E. STF. São estes:

⁶ MORAES, Alexandre. Direito Constitucional, 36ª ed. São Paulo: Atlas, 2020, p. 1432

⁷ Caso o objeto da ação de controle concentrado fosse outro dispositivo da LSA, anterior à Constituição Federal, a arguição de descumprimento de preceito fundamental seria o meio cabível, nos termos do art. 1º da Lei nº 9.882/1999.

a) homogeneidade entre os membros integrantes da entidade (ADI 108-QI, rel. min Celso de Mello, Plenário, DJ de 5/6/1992; ADI 146, rel. min. Maurício Corrêa, Plenário, DJ de 19/12/2002); b) representatividade da categoria em sua totalidade e comprovação do caráter nacional da entidade, pela presença efetiva de associados em, pelo menos, nove estados-membros (ADI 336, rel. min. Sydney Sanches, Plenário, DJ de 28/6/1991; e ADI 1.486-MC, rel. min. Moreira Alves, Plenário, DJ de 13/12/1996); e c) pertinência temática entre os objetivos institucionais da entidade postulante e a norma objeto da impugnação (ADI 1.873, rel. min. Marco Aurélio, Plenário, DJ de 19/9/2003)⁸.

18. Contudo, apesar da exigência pretérita desses critérios pela E. Corte, o próprio Supremo Tribunal Federal reconhece sua excessiva rigidez, que não se coaduna com o espírito participativo e democrático da Constituição de 1988, mais aberto à participação da sociedade civil organizada na jurisdição constitucional. A postura flexível e aberta da Corte se destaca, por exemplo, no voto no Min. Luiz Fux na ADI nº 4.029 no qual se afirma o seguinte:

“Nesse contexto, **a manifestação da sociedade civil organizada ganha papel de destaque na jurisdição constitucional brasileira.** Como o Judiciário não é composto de membros eleitos pelo sufrágio popular, sua legitimidade tem supedâneo na possibilidade de influência de que são dotados todos aqueles diretamente interessados nas suas decisões. Essa a faceta da nova democracia no Estado brasileiro, a democracia participativa, que se baseia na generalização e profusão das vias de participação dos cidadãos nos provimentos estatais. [...] A interferência do povo na interpretação constitucional, traduzindo os anseios de suas camadas sociais, prolonga no tempo a vigência da Carta Magna, evitando que a insatisfação da sociedade desperte o poder constituinte de seu estado de latência e promova o rompimento da ordem estabelecida. **À luz dessas considerações deve ser interpretado o inciso IX do art. 103, não se recomendando uma exegese demasiadamente restritiva do conceito de ‘entidade de classe de âmbito nacional’.** A participação da sociedade civil organizada nos processos de controle abstrato de constitucionalidade deve ser estimulada em vez de limitada, quanto mais quando a restrição decorre de construção jurisprudencial, à míngua de regramento legal.⁹”

19. De qualquer forma, como se evidenciará, a AEB cumpre todos os critérios para o ajuizamento da ação de controle abstrato a fim de requerer a interpretação

⁸ STF. ADPF nº 566-AgR, Tribunal Pleno, Rel. Min. Luiz Fux, DJe 09/09/2019

⁹ STF. ADI nº 4.029, Tribunal Pleno, Rel. Min. Luiz Fux, DJe 27/06/2012

conforme à Constituição no que tange à alienação de controle para fins de oferta pública de ações - sua legitimidade foi, inclusive, reconhecida pelo Supremo Tribunal Federal no âmbito da **ADI nº 4.735**, Rel. Min. Alexandre de Moraes, ao final julgada procedente por esta Colenda Corte Constitucional.

II.2.1 HOMOGENEIDADE DA ENTIDADE

20. A homogeneidade das entidades de classe se define pela presença de elemento unificador de comunhão e identidade de valores aptos a identificarem os associados como membros efetivamente pertencentes a uma determinada classe¹⁰.

21. O entendimento da Corte posteriormente foi alterado para reconhecer a possibilidade de homogeneidade quando observada a diversidade de modalidades dos associados se estes estiverem inseridos em uma mesma atividade econômica¹¹. No entanto, até mesmo esse requisito se encontra superado pela atual jurisprudência da Corte¹².

22. Ainda que estivesse vigente, o requisito da homogeneidade seria atendido pela AEB. A organização interna da entidade prevê que os associados se dividem em Contribuinte, Mantenedores, Colaborador, Patrocinador, Honorífico¹³. Contudo, a despeito dessas categorizações, os associados da AEB estão ligados, direta e indiretamente, à exportação e ao comércio exterior e se identificam com o objetivo

¹⁰ STF. ADI nº 108-QO, Tribunal Pleno, Rel. Min. Celso de Mello, DJe 05/06/1992

¹¹ Foi por isso, por exemplo, que o Supremo não admitiu ADI proposta pela Sociedade Rural Brasileira, já que “[a] associação, embora tenha o objetivo de representar o setor agropecuário, admite membros sem ligação com ele, não ostentando a homogeneidade de composição necessária para caracterizar-se como entidade de classe e ter acesso ao controle direto de constitucionalidade” (STF. ADI nº 6.314-AgR, Tribunal Pleno, Rel. Min. Gilmar Mendes, DJe 23/09/2020).

¹² STF. ADI nº 5.166, Tribunal Pleno, Rel. Min. Gilmar Mendes, DJe 20/11/2020; e STF. ADI nº 3.413, Tribunal Pleno, Rel. Min. Marco Aurélio, DJe 01/08/2011

¹³ Segundo o art. 4º ao 9º de seu Estatuto Social, os Mantenedores são “empresas e entidades, públicas e privadas que promovam, reforcem e atualizem a visão pioneira de homens de negócios que instituíram a AEB”, os Contribuintes são “empresas exportadoras e importadoras, pessoas físicas e quaisquer outras empresas e entidades com atividades ligadas, direta ou indiretamente, ao comércio exterior”, os Patrocinadores, as “empresas e entidades, públicas ou privadas, que, mediante contrato de patrocínio e contrapartidas, apórtam recursos para a realização de projetos específicos voltados para o alcance das finalidades da AEB”, o Colaborador “empresas, entidades ou pessoas físicas que de alguma forma contribuam, permanentemente, ainda que com recursos não financeiros, para o desenvolvimento das atividades da AEB” e o Honorífico “representantes de entidades, públicas e privadas, e personalidades que se distingam por relevantes serviços que prestaram ou ainda prestam ao comércio exterior brasileiro e/ou à AEB”.

da expansão competitiva e sustentável do comércio exterior como descrito no art. 5º de seu Estatuto Social.

23. A relação dos associados ao setor de exportação brasileira configura o “elemento unificador” anteriormente requerido pela Corte, conforme atesta o Parecer da lavra dos Professores Daniel Sarmiento¹⁴ e Ademar Borges¹⁵ acostado aos autos (Doc 3).

II.2.2 ABRANGÊNCIA NACIONAL

24. O inciso IX do art. 103 da Constituição atribuiu a legitimidade ativa para fins de controle concentrado de constitucionalidade, às “entidades de classe de âmbito nacional”. Diante da ausência de previsão normativa que especifique como se dará a abrangência nacional, o Supremo Tribunal Federal adota, por analogia à Lei orgânica dos Partidos Políticos, o critério de presença em nove estados da federação¹⁶. Tal critério é atendido pela autora, que tem representação em 18 Estados-Membros, nas cinco regiões brasileiras.

25. Deve-se recordar, ainda, frente às especificidades de atuação das diversas associações existentes, que a própria jurisprudência do STF flexibiliza a exigência padrão de atuação em nove estados, não lhe atribuindo um caráter férreo. Observa-se na ADI nº 2.866, por exemplo, que o critério foi considerado passível de mitigação frente à “relevância nacional da atividade dos associados da ABERSAL, não obstante a produção de sal ocorrer em poucas unidades da federação.”¹⁷

26. Igualmente, o STF, no julgamento da ADI nº 6.040, ao analisar a exigência de atuação em nove estados, ponderou que a atuação transregional seria satisfeita pela

¹⁴ Professor titular de Direito Constitucional da UERJ

¹⁵ Professor de Direito Constitucional do IDP

¹⁶ Na visão do Min. Moreira Alves, seria razoável “o critério legal existente, com relação aos Partidos Políticos a que se confere atuação de âmbito nacional quando tenham realizado convenção em, pelo menos, 9 (nove) Estados da Federação”, pois, do contrário, haveria o risco de se cair “na incerteza do indefinido ou no radicalismo dos extremos”.

¹⁷ STF. ADI nº 2.866, Tribunal Pleno, Rel. Min. Gilmar Mendes, DJe 06/08/2010

presença não apenas de sede dos associados, mas também pela presença de filiais. O entendimento pela satisfação da presença também das filiais prevaleceu no voto do Min Fachin, acompanhado pela maioria, que reconheceu a legitimidade do Instituto do Aço Brasil para propor ação de controle abstrato.¹⁸

27. Nesse contexto, a AEB possui inequívoca abrangência nacional, de qualquer ângulo jurisprudencial que se examine a questão. A Associação conta com 107 membros atuantes nos mais significativos ramos empresariais em diversas unidades da federação e representante de um grupo responsável pela movimentação comercial de **339,7 bilhões de dólares**¹⁹ mediante exportações realizadas no ano de 2023.

28. Logo, não restam dúvidas de que a AEB caracteriza uma entidade de classe de âmbito nacional legitimada à propositura de ação direta de inconstitucionalidade, natureza esta já reconhecida pelo E. STF no julgamento em sede de agravo interno na ADI 4735²⁰.

II.3 PERTINÊNCIA TEMÁTICA

29. Comprovada a homogeneidade e a abrangência nacional da AEB, resta a demonstração do critério da pertinência temática. O Supremo Tribunal Federal já assentou que “[a] comprovação de pertinência temática exige a existência de correlação direta entre os objetivos específicos da entidade e o conteúdo da lei ou ato normativo

¹⁸ Constou no voto do Min. Edson Fachin: “Respeitosamente, a manutenção da decisão proferida pelo d. Relator implica em obstar o acesso à jurisdição constitucional de setores que intrinsecamente não tenham distribuição geográfica uniforme; o que não corresponde dizer que suas entidades não tenham abrangência nacional, a exemplo, do setor mineral. / É consabido que, muito embora a riqueza mineral do Brasil, a localização das jazidas não é uniforme nos Estados da federação; o que próprio da rigidez locacional (BEVILACQUA, Lucas. Incentivos Fiscais às exportações. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 2018, p.94) a ensejar toda sorte de discussões financeiras-tributárias (SCAFF, Fernando F. Royalties do petróleo, minério e energia: aspectos constitucionais, financeiros e tributários. São Paulo: RT, 2014, p.159). / Nesse cenário, irrazoável exigir que a demonstração da representatividade nacional da entidade autora seja exclusivamente pela existência de sede em nove estados da federação se nem poucas são as províncias minerais do País. [...] A representatividade nacional das associadas ao Instituto Aço Brasil é cristalina pela própria relevância da siderurgia considerando que o minério de ferro é insumo estratégico para indústria nacional” (STF. ADI n° 6.040-AgR, Tribunal Pleno, Rel. Min. Gilmar Mendes, Red. p/ ac. Min. Edson Fachin, DJe 08/03/2021).

¹⁹ <https://agenciagov.etc.com.br/noticias/202401/exportacoes-brasileiras-creceram-dez-vezes-mais-do-que-a-media-mundial-em-2023-afirma-vice-presidente>

²⁰ STF. ADI n° 4.735-AgR, Tribunal Pleno, Min. Dias Toffoli, DJe 15/06/2018.

*impugnado*²¹. Nesse sentido, a Corte esclarece que a exigência da pertinência temática é a verdadeira projeção do interesse de agir no processo constitucional²². A doutrina aponta a pertinência temática, nas palavras do Min. Luis Roberto Barroso, como *"mais se aproxima do conceito processual que identifica o interesse em agir: é preciso que haja uma relação lógica entre a questão versada na lei ou ato normativo a ser impugnado e os objetivos sociais da entidade requerente", de modo que "a norma contestada deverá repercutir direta ou indiretamente sobre a atividade profissional ou econômica da classe envolvida, ainda que só parte dela seja atingida"*²³.

30. Por se tratar de construção jurisprudencial restritiva de acesso ao processo constitucional e por não estar prevista na Constituição ou legislação infraconstitucional, a pertinência temática não pode ser objeto de interpretação excessivamente estrita. Logo, como manifestação do interesse de agir, basta que se evidencie a matéria posta em discussão afeta os interesses da categoria representada pela entidade requerente.

31. Nesse sentido, no âmbito da já citada ADI nº 4.735, de autoria da AEB, decisão monocrática do Min. Alexandre de Moraes que reconheceu a legitimidade da entidade, bem asseverou o STF tem emitido *"entendimento em prol da maior flexibilidade no reconhecimento do requisito da pertinência temática como pressuposto para a legitimidade ativa em controle abstrato de constitucionalidade"*.

32. A pertinência temática, portanto, deve ser interpretada de forma abrangente, à luz dos fatos, analisando-se quem são os sujeitos afetados pelo ato normativo. Deve-se verificar não o conteúdo dos atos impugnados, mas também os efeitos e resultados de sua implementação. O interesse de agir e pertinência temática manifestar-se-ão a partir da esfera de interesses atingidas.

²¹ STF. ADI nº 6.249-AgR, Tribunal Pleno, Min. Edson Fachin, DJe 01/12/2022

²² STF. ADC nº 80-AgR, Tribunal Pleno, Rel. Min. Edson Fachin, Red. p/ ac. Min. Dias Toffoli, DJe 14/11/2023.

²³ 9 Luis Roberto Barroso. *O Controle de Constitucionalidade no Direito Brasileiro*. 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, pp. 240

33. Esse entendimento é prevalecente no Supremo Tribunal Federal. Precedente esclarecedor que demonstra a doção dessa interpretação é a ADC nº 62. No referido caso, confederações sindicais patronais pleiteavam o reconhecimento da constitucionalidade do artigo 702, inciso I, alínea "f", e §§3º e 4º, introduzidos na CLT pela Lei nº 13.467/2017. Esses dispositivos modificaram a competência do Conselho Pleno do TST, ao impor novos requisitos, até então inexistentes, para a criação, revisão e cancelamento de súmulas e enunciados de jurisprudência pelos tribunais trabalhistas.

34. Discutiu-se, nesse contexto, se o critério da pertinência temática havia sido observado. O Tribunal concluiu que *"[h]á vínculo de pertinência temática na hipótese em que confederações sindicais patronais objetivam a declaração de constitucionalidade de norma que contém requisitos para a edição e alteração de enunciados de jurisprudência trabalhista"*²⁴. Predominou o voto do Min. Luís Roberto Barroso ao sustentar que normas processuais relativas à formação de enunciados de jurisprudência podem impactar uma vasta gama de sujeitos, incluindo as confederações sindicais patronais, o que justificaria a pertinência temática.

"Em primeiro lugar, as requerentes são atingidas substancialmente pelos efeitos da norma, uma vez que enunciados de jurisprudência aprovados na forma do art. 702 da CLT se aplicam a todos os casos em que presente igual discussão de direito. Em se tratando de norma de natureza processual, o rol de potenciais atingidos é, por natureza, mais amplo, aplicando-se a qualquer pessoa, física ou jurídica, que venha a atuar como sujeito em determinada relação processual trabalhista

Há, portanto, vínculo de pertinência temática na hipótese em que confederações sindicais patronais objetivam a declaração de constitucionalidade de norma que contém requisitos para a edição e alteração de enunciados de jurisprudência trabalhista. Assim como os trabalhadores, os empregadores se sujeitam aos entendimentos consolidados pela Justiça do Trabalho."

35. O mesmo entendimento também se aplica à impugnação de normas que criam tributos. Nesse caso, a pertinência temática manifestar-se-á quando os associados de entidade requerentes que forem atingidas pelas exações fiscais

²⁴ STF, ADC nº 62-AgR, Tribunal Pleno, Rel. Min. Lewandowski, Red. p/ Ac. Min. Roberto Barroso, DJe 05/10/2021.

impugnadas por um critério de sujeição passiva. De acordo com o Supremo Tribunal Federal, “[s]urge a pertinência temática, presente ajuizamento de ação direta de inconstitucionalidade por associação, quando esta congrega setor econômico que é alcançado, em termos de tributo, pela norma atacada”²⁵.

36. A jurisprudência da Corte também reconhece que não há impedimento caso a entidade requerente represente apenas uma parte daqueles impactados pela norma. Como se verifica na ADI nº 4.375, “[a] exigência de pertinência temática não impede o amplo conhecimento da ação, com a declaração de inconstitucionalidade da norma para além do âmbito dos indivíduos representados pela entidade requerente, quando o vício de inconstitucionalidade for idêntico para todos os seus destinatários”²⁶.

37. No presente caso, a pertinência temática da AEB é evidente. O art. 3º, inciso IX, do seu Estatuto Social prevê que um dos objetivos da entidade é “colaborar para o constante aperfeiçoamento dos mecanismos de financiamento, garantias e de seguro de crédito à exportação”.

38. A interpretação questionada se insere no contexto desse objetivo, pois revela potencial de afetar severamente o setor brasileiro de empresas exportadoras. Ressalta-se que a competição por mercados internacionais se situa em um ambiente dinâmico e desafiador para empresas brasileiras, que necessitam de um ambiente institucional que favoreça, com critérios objetivos, a atração de investimentos.

39. Tal captação de recursos é ainda mais importante em razão da conhecida dificuldade de acesso de financiamento via mercado de crédito no Brasil, que tem uma das taxas de juros mais altas do mundo.

40. Nesse contexto, diversas empresas exportadoras são organizadas nos moldes das sociedades anônimas abertas, estrutura social essa inerente aos grandes

²⁵ STF. ADI nº 3.413, Tribunal Pleno, Rel. Min. Marco Aurélio, DJe 01/08/2011

²⁶ STF. ADI nº 4.375, Tribunal Pleno, Rel. Min. Dias Toffoli, DJe 20/06/2011

empreendimentos. Dentre aqueles associados à AEB, citam-se: Vale S.A, Andrade Gutierrez Engenharia S.A, Suzano S.A, Whirlpool S.A, Eneva, S.A., Metisa Metalúrgica Timboense S.A., Paranapanema S.A., Aperam Inox América do Sul S.A. e Usina Caeté S.A.

41. As sociedades anônimas são atrativas a investimentos por conta da pulverização das ações e das rigorosas exigências de transparência e governança aplicáveis a essas empresas, que ensejam a diminuição de risco de cada acionista. Assim, este tipo de sociedade tende a aumentar a confiança dos investidores e demais *stakeholders*, o que facilita a captação de recursos e o estabelecimento de parcerias estratégicas.

42. Em tal contexto, a liquidez e a facilidade de negociação de ações no mercado de capitais é requisito fundamental para tornar as sociedades empresárias atrativas aos investidores que desejem auferir ganhos de rendimentos, de modo que interpretações que ameacem tal liquidez afetam os investimentos em bolsa como um todo e da base representada pela AEB, em particular.

43. Nesse contexto, como opinam os Professores Daniel Sarmento e Ademar Borges (Doc 3), é evidente o impacto que uma interpretação inconstitucional do art. 254-A da Lei de Sociedade Anônimas pode ocasionar sobre as principais empresas que praticam o comércio exterior, o que lastreia a pertinência temática da autora com a demanda desta ADI.

44. Afinal, a imprevisibilidade causada por interpretações extensivas de quando é configurada a alienação de controle para fins de oferta pública de ações para minoritários é um óbice explícito tanto para potenciais investidores (que não poderão calcular, ao tempo da operação, os riscos e os custos de seus investimentos) quanto para as empresas que utilizam o mercado de capitais para obter investimentos para seus projetos.

45. Portanto, é evidente a legitimidade da AEB para atuar como representante das entidades impactadas pelo ato normativo em questão, sendo apta a provocar o controle concentrado de constitucionalidade, com o objetivo de obter uma interpretação que esteja em conformidade com a Constituição.

III. DO INSTITUTO DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE NO DIREITO BRASILEIRO

46. O regime jurídico da OPA por alienação de controle foi originalmente introduzido no direito brasileiro a partir da vigência da Lei de Sociedades Anônimas, em 1977 e visava tutelar situações bastante distintas daquelas para as quais o dispositivo vem sendo acionado atualmente.

47. O surgimento do instituto aflorou em um cenário de incertezas, dificuldade e abusos aos sócios minoritários diante da prática, até então comum por parte das instituições financeiras, de realizar aumento de capital das sociedades que detinham participação majoritária e posteriormente subscrever quantidade substancial de ações pelos majoritários, como expediente para aumentar seu poder de controle à custa dos minoritários que subscreviam menor número de ações²⁷.

48. O fenômeno ocorria sobretudo no ramo bancário, o qual, a partir do ano de 1967, passava por um processo intenso de fusões e incorporações incentivadas pelo Banco Central em busca da redução de agências bancárias, conseqüentemente incrementando o valor dos blocos de controle dos bancos em prejuízo dos investidores minoritários com suas ações desvalorizadas.

²⁷ SANTOS, Joaquim Antônio Penalva. Direitos dos Minoritários - Alienação de Controle de Companhia Aberta e os Direitos Dos Minoritários. Análise do art. 254 da Lei nº 6.404 de 1976. In: LOBO, Jorge (Coord.). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002. p. 487.

49. Após intensos debates legislativos, aprovou-se a proposta de introdução do art. 254 na LSA²⁸, voltado à proteção de minoritários em negócios particulares de alienação onerosa de controle empresarial. A finalidade era, sobretudo, reger as relações de substituição de ações e equacionar os interesses dos vários grupos de pessoas envolvidos. O objetivo central estava em impedir que os acionistas da sociedade a ser incorporada recebessem menos ações do que lhes coubesse²⁹.

50. A introdução do dispositivo produziu efeitos para além dos pretendidos pelo legislador, pois conferiu aos acionistas minoritários uma oportunidade negocial. Afinal, a oferta impõe ao pretense adquirente do controle da companhia uma **obrigação adicional**: além do desembolso pela participação acionária visada, estabelece também a obrigatoriedade de realização de oferta pelas ações de todos os minoritários que se interessem em alienar suas participações naquela oportunidade.

51. Contudo, tal oportunidade negocial gera custos. Por exemplo, no caso de empresas em dificuldade econômica que necessitem de aportes de capital, o dispêndio adicional derivado da obrigação de fazer oferta pública aos acionistas minoritários desvia recursos do investidor que poderiam ser aportados em favor da capitalização da empresa adquirida. Ademais, a obrigação de OPA gera severa diminuição da liquidez das ações representativas do controle de companhias abertas, por impor grande ônus ao candidato à sua aquisição.

52. Diante desse cenário, por um breve período, entre 1997 e 2001, a obrigação legal de realizar oferta pública por aquisição de controle foi suprimida do sistema jurídico brasileiro, a fim de se diminuir os custos das privatizações promovidas pelo governo federal à época. Com efeito, o art. 6º da Lei 9.457/97, vinha, na esteira da justificção do denominado "Projeto Kandir", justamente com o propósito de mitigar,

²⁸ Com a seguinte redação: "Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários. §1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações. §2º Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública. §3º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta."

²⁹ REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial. 23 ed. São Paulo: Saraiva, 2003. V. 2, p. 158

para o adquirente do controle, custos transacionais da operação. Afirmava-se que o montante utilizado na OPA, em lugar de servir à capitalização da companhia, seria empregado na compra das ações dos sócios minoritários.

53. Após as inúmeras privatizações realizadas, em 2001, a Lei nº 10.303 reintroduziu, com algumas alterações importantes, a OPA por alienação de controle no direito brasileiro, com a redação vigente até hoje, prevista no art. 254-A da Lei de Sociedades Anônimas, abaixo reproduzida:

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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

54. No entanto, apesar da tradicionalidade do dispositivo, o seu §1º não foi contemplado com a melhor técnica legislativa, tendo a redação circular e tautológica de que "*Entende-se como alienação de controle a transferência (...) que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade*". Como se vê, o artigo deixa de definir o conceito principal a que se propõe, qual seja, de alienação de controle.

55. Conforme já mencionado, o art. 254-A da LSA atribui à CVM a aferição do preenchimento dos requisitos para constituição da obrigação de realizar OPA, a competência para autorizar as alienações de controle e o estabelecimento de normas

sobre o tema³⁰. Atualmente, o regime jurídico das OPAs no Brasil é previsto na Resolução CVM nº 85/2022, que substituiu a Instrução CVM nº 361/2002. Veja-se a redação do art. 33, §4º, da referida Resolução:

Art. 33

(...)

§ 4º Para os efeitos desta Resolução, entende-se 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 nº 6.404, de 1976. (grifou-se).

56. Ou seja, a CVM, órgão competente para constatar a ocorrência da hipótese de realização OPA, assentou que a alienação de controle deve ser aferida pela efetiva ocorrência de aquisição do poder de controle, tendo feito expressa remissão ao art. 116 da LSA como critério para definir o que constitui poder de controle.

57. Como já dito, segundo esse dispositivo, o poder de controle depende da titularidade de direitos que assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos em assembleias-gerais e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. A lógica do dispositivo é a de que é preciso obter 50% + 1 das ações com direito a voto da companhia (ou das ações que compõem o bloco de controle) para que o seu titular seja enquadrado como detentor de poder de controle de uma companhia. Essa lógica é reforçada pelo §2º do art. 243, que, ao definir o conceito de sociedade controlada, estabelece que assim é considerada a companhia que tem acionista que seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

³⁰ "Art. 254-A (...) § 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."

58. Em relação à titularidade do poder de controle decorrente da LSA é possível reconhecer (i) um único acionista ou (ii) um grupo de sócios vinculados por acordo de acionistas. Ou seja, o caráter de unidade do grupo de controle previsto pela LSA permite transferências de ações realizadas entre os sócios integrantes do grupo controlador, sem alteração da titularidade do poder de controle.

59. Além disso, de acordo com a CVM³¹, para a obrigatoriedade de lançar OPA, não seria necessário o exercício efetivo do controle, bastando que, juridicamente, o adquirente seja **titular de direitos** que lhe assegurem a prevalência de sua vontade quando desejasse nas assembleias-gerais e na eleição da maioria dos administradores, o que **requer a titularidade da maioria das ações com direitos de voto**. O entendimento é razoável e é o que melhor concretiza o princípio da segurança jurídica, garantindo certeza e estabilidade das relações jurídicas, já que, ao *momento da consumação da operação*, não se pode aferir se haverá, por parte do adquirente, exercício efetivo do controle ou de preponderância em deliberações *futuras* da companhia.

60. Ocorre que, recentemente, diante do fenômeno da dispersão acionária, passaram a ser observadas mais situações em que as sociedades abertas não dispõem de um acionista (ou grupo de acionistas unidos por acordo) que detenha a maior parte das ações com direito a voto da companhia.

61. Assim, ausente um controlador majoritário, parte da doutrina passou a adotar o conceito de “controle minoritário”, por vezes chamado também de “controle de

³¹ Processo CVM RJ 2005/4069. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf>
No caso em questão, a CVM determinou a realização de oferta pública de aquisição de ações decorrente de alienação de controle, em virtude da implementação do *Joint Venture Agreement*.

Na sua fundamentação, o Diretor Relator, Pedro Oliva Marcilio, mencionou o seguinte: “*Outro ponto importante desse primeiro requisito é a necessidade de permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar [...] Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissos nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea "a" do art. 116, embora preencha o da alínea "b". Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115).*”

fato”, “controle diluído” ou “controle difuso”. Tais conceitos remetem a um controle exercido por acionista detentor de menos de 50% do capital social votante que não seja signatário de acordo de acionistas nem possua outros direitos de sócio que lhe proporcionem o controle majoritário da companhia³².

62. O conceito é controverso, já que, em rigor, o art. 116 da LSA, ao definir o poder de controle, requer “*direitos de sócio que asseguram, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia*”. O controle minoritário, por definição, será sempre contingente da omissão de outros acionistas. Jamais poderá ser assegurado de modo permanente. Nesse sentido, opinam nomes como Nelson Eizirik³³:

“Para se considerar que um acionista ou grupo de acionistas é efetivamente titular do poder de controle para os efeitos do art. 254-A é indispensável que detenha ações representativas de mais de 50% do capital votante e, dessa forma, não possa perdê-lo, contra a sua vontade, em virtude da eventual ação de outros acionistas de reunirem quantidade maior de ações com direito a voto. Vale dizer, não se pode confundir a titularidade do controle acionário, que pressupõe a propriedade de ações representativas de mais da metade do capital votante, com o seu mero exercício, o qual pode decorrer de circunstâncias fáticas relacionadas à estrutura acionária da companhia.”

63. Como se vê, o referido doutrinador distingue a *titularidade* do poder de controle do mero *exercício* desse poder, o qual pode ocorrer, mesmo *sem a titularidade*, em circunstâncias específicas.

64. Contudo, segundo o autor, apenas a *titularidade* do poder de controle garante, de fato, a possibilidade de exercício *permanente* da direção da companhia, devendo, por isso, prevalecer o critério da titularidade ao se aferir uma eventual alienação de controle para fins de disparar obrigação de OPA.

³²BOECHEM, Felipe. In(exigibilidade) de Oferta Pública de Aquisição por Alienação de Controle: Uma análise da jurisprudência da CVM. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. 2013. Disponível em: <https://rdm.org.br/edicoes-passadas/>

³³EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário: Inexigibilidade de oferta pública. pg. 186.

65. Ademais, o critério da titularidade do poder de controle (que só pode ser obtido com a maioria das ações com direito a voto) é corroborado pelo §2º do art. 243 da LSA e, também, é o mais adequado por razões de segurança jurídica. Isso porque o controle majoritário é um critério objetivo e aferível antes mesmo da operação, possibilitando sua correta precificação. Por contraste, o controle minoritário só pode ser exercido sob circunstâncias específicas que dependerão do comportamento *futuro* dos demais acionistas, que não são partes do contrato entabulado e não são aferíveis ao tempo da aquisição.

66. É dizer: o comprador de uma parcela de ações nunca saberá, ao certo, se conseguirá exercer o controle minoritário permanentemente. A CVM, competente para aferir a necessidade de OPA, tampouco terá essa informação e ciência. Portanto, a transferência do chamado controle minoritário nunca foi suficiente, no entendimento do órgão, para gerar obrigação de OPA, como se demonstrará no tópico a seguir.

67. Além de controversa, conforme exposto acima, a noção de “controle minoritário” não confere ao intérprete critério objetivo para aferir a ocorrência de alienação do controle. Por contraste, a aquisição do controle majoritário é facilmente detectável pela titularidade da maior parte das ações da companhia ou do bloco de controle, de modo que os agentes econômicos sempre saberão quando determinada operação gerará a obrigação de OPA.

III.1 PRECEDENTES DA CVM ACERCA DA APLICABILIDADE DO ART. 254-A DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

68. Com o objetivo de identificar a interpretação da CVM sobre o art. 254-A, ao longo dos últimos anos, analisam-se, a seguir, de forma não exaustiva, alguns precedentes da autarquia sobre o tema, bem como análises da matéria constantes em decisões proferidas pelo Colegiado da autarquia.

(i) *Processo CVM RJ/2001/10329*³⁴

69. No Processo CVM RJ/2001/10329, a autarquia analisou uma operação envolvendo a Aracruz Celulose S/A (Aracruz), à época controlada por um grupo de acionistas composto pela BNDESPAR (12,5%) e pelos grupos Lorentz (28%), Safra (28%) e Mondi (28%), todos vinculados por acordo de acionistas.

70. Na ocasião, o Grupo Mondi havia alienado a totalidade de sua participação à Votorantim Celulose e Papel S/A (VCP), que aderiu ao referido acordo de acionistas e passou a integrar o bloco de controle da Aracruz. Nesse caso, a CVM concluiu que não houve alienação de controle, uma vez que o Grupo Mondi não detinha e nem a VCP adquiriu o poder de, isoladamente, controlar a Aracruz. Ou seja, não houve alienação de direitos a assegurar obtenção, de forma permanente, da maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e nem para eleição da maioria dos administradores da companhia.

71. Como o Grupo Mondi não detinha individualmente o controle da Aracruz, ele não poderia aliená-lo. O voto então proferido pelo Diretor Presidente Marcelo Trindade afirma tal aspecto claramente. Veja-se:

[...]” Aqui não houve alienação de uma participação majoritária dentro do bloco de controle, como se viu do quadro transcrito no relatório, nem se está diante da aquisição de uma participação que, somada àquela já detida pelo adquirente, o eleve à condição de controlador único. No caso destes autos houve simplesmente a transferência de uma participação que compõe o bloco de controle, mas certamente o Grupo Mondi não alienou nem a VCP adquiriu o controle da sociedade, pois **nem o Grupo Mondi detinha isoladamente, nem a VCP adquiriu o poder de, isoladamente, exercer a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia** [...]”

72. Como visto, o precedente reafirma o entendimento da autarquia de que só pode haver alienação de controle **se o alienante das ações detinha um controle**

³⁴ Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020219_R1/20020219_D02.html

prévio. Ademais, o poder de controle é reafirmado como a titularidade do poder suficiente para "isoladamente, exercer a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia".

(ii) Processo CVM RJ/2007/7230³⁵

73. No mesmo sentido, manifestou-se a CVM no Processo CVM RJ/2007/7230. Previamente à operação analisada, a Copesul era controlada por Braskem e Ipiranga, unidas por acordo de acionistas com participações idênticas de 29,46%. A participação do Grupo Ipiranga na Copesul foi então adquirida pela Braskem. Nesse contexto, a CVM analisou a obrigatoriedade de OPA em decorrência da operação, rejeitando-a.

74. O entendimento da CVM no caso reforçou que só é possível haver alienação de controle por um agente que este controle detenha³⁶. É dizer: só se pode falar em alienação de controle se houver um controlador prévio e este controlador transferir onerosamente suas ações. No caso, o Grupo Ipiranga não detinha o controle da Copesul, já que este era exercido conjuntamente com a Braskem. Assim, considerou-se que houve uma consolidação de controle pela Braskem, mas não a alienação de controle pela Ipiranga, o que afastaria a obrigação de OPA. Observe-se trecho do voto do Relator Eli Loria:

Mas essa mesma constatação é que gera a dificuldade em afirmar que o alienante, em casos tais, detinha o controle. Como visto, pelos arts. 116 e 118 da lei quem controla é o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto. E isso não se

³⁵ https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070711_R2/20070711_D01.html

³⁶ Nesse sentido, ainda que antes da vigência do art. 254-A da LSA, confira-se a seguinte passagem do voto do diretor Marcelo Trindade no Processo CVM RJ/2001/10329: "*No caso destes autos houve simplesmente a transferência de uma participação que compõe o bloco de controle, mas certamente o Grupo Mondi não alienou nem a VCP adquiriu o controle da sociedade, pois nem o Grupo Mondi detinha isoladamente, nem a VCP adquiriu o poder de, isoladamente, exercer "a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia".*

No mesmo sentido, após a vigência do art. 254-A da LSA, o voto do diretor Marcelo Trindade no Processo CVM RJ/2007/7230: "*Mas o fato é que, de lege lata, estou de acordo com a conclusão do voto do Diretor Relator, pela inexistência de alienação de controle, que só pode ser alienado por quem o detenha, o que, em casos de acordo de acionistas, significa o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, como diz o art. 116 da Lei das S.A., e não um membro desse grupo que detenha menos que a maioria das ações com voto, ressalvada a análise do acordo de acionistas, que revele a preponderância do subscritor alienante perante os demais.*"

relaciona com a responsabilidade por abuso de que trata o art. 117- que é sempre individual. Relaciona-se com a configuração jurídica do controle, e essa configuração é que é útil no caso, pois a lei brasileira não estabelece que a aquisição do controle de quem não o detenha determina a realização de OPA – como ocorreria com a aquisição de ações isoladas que, reunidas, assegurassem o controle. Em outras palavras: **a lei não exige apenas uma alteração no controle; exige uma alienação por quem o detenha.**

75. Além disso, com base nesses precedentes, a CVM também fixou a orientação de que o art. 254-A não é aplicável, em regra, às hipóteses de (i) mera alteração dos membros integrantes do bloco de controle e (ii) consolidação de controle compartilhado.

(iii) *Processo CVM RJ 2009/0471*³⁷

76. Outro precedente sobre a discussão da aplicabilidade ou não do art. 254-A da LSA trata-se de caso envolvendo a Coelce, companhia controlada indiretamente pela Endesa que, por sua vez, era uma companhia aberta com sede na Espanha, que detinha 58,86% do capital social e 92% do capital votante daquela sociedade, de modo que, até meados de 2006, a participação acionária mais relevante não alcançava 6% do capital social.

77. Ao final de 2006, teve início na Espanha um conjunto de atos que culminou na realização de uma oferta pública de aquisição de 46,05% do capital social da Endesa pelas companhias Acciona S.A. (Acciona) e Enel Energy Europe S.R.L. (Enel), que passaram a exercer o controle compartilhado da sociedade adquirida. Com isso, o Fundo Fator Sinergia, acionista minoritário, apresentou reclamação afirmando que a alteração do quadro acionário da Endesa teria gerado alienação do controle desta companhia e, de forma indireta, do controle da Coelce, o que geraria a obrigação de OPA.

³⁷ Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6357-0.pdf>

78. No entanto, a CVM entendeu pela não obrigatoriedade de OPA. No caso, o fundamento da decisão foi a verificação de aquisição originária, reforçando a noção de que **não pode haver transferência se não houver um controle preexistente**. O voto condutor do Relator Otávio Yazbek também reforça que o poder de controle, para fins de OPA, depende de "*uma consistência temporal*", não sendo suficiente o exercício eventual. Veja-se:

"Isso porque, **se não houver aquele controle preexistente, não há, também, que se falar em transferência, mas sim na chamada aquisição originária de controle.**

(...)

O argumento parece-me falho por mais de um motivo. Inicialmente porque ele confunde o consenso eventual e necessário, em assembléia, com bloco de controle. O art. 116 da Lei nº 6.404/76, ao caracterizar a **figura do acionista controlador**, remete não apenas à capacidade de influenciar de forma determinante, a tomada de decisões na companhia, mas também a **uma consistência temporal no exercício de tal capacidade**. Não é por outro motivo que a alínea "a" do citado artigo fala em direitos de sócio que assegurem "**de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia**". No próprio texto trazido pelo Recorrente, Fábio Konder Comparato realça a importância dessa permanência."

79. Ora, a consistência temporal e o caráter de permanência do controle não podem ser atingidos se não houver a titularidade de "*direitos de sócio que asseguram, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia*", nos termos do art. 116 da LSA.

(iv) *Processo CVM RJ/2009/1956*³⁸

80. No Processo CVM RJ/2009/1956, a CVM analisou a aplicação do art. 254-A na hipótese de alienação de controle minoritário. No caso concreto, a discussão teve início a partir de operações que culminaram na aquisição, pela Telco S.p.A (Telco), de 100% do capital da Olimpia S.p.A (Olimpia), que, por sua vez, detinha cerca de 17,99%

³⁸ Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-2.pdf>

do capital da Telecom Italia S.p.A (Telecom), detentora do controle indireto da companhia brasileira Tim Participações S/A (Tim).

81. Diante disso, alguns acionistas minoritários da Tim alegaram que a Olimpia exercia o controle de fato da Telecom Italia, por meio de participação acionária correspondente a 17,99% do capital votante, na medida em que vinha elegendo a maioria dos seus administradores e detendo a maioria dos votos presentes nas assembleias gerais da Telecom Italia. Alegou-se, ainda, o fato de que a venda da Olimpia para a Telco teria resultado na transferência indireta do controle da Tim, o que exigiria a realização de OPA por alienação de controle.

82. Apesar de, nesse julgamento específico, ter havido alguma divergência, a maioria do Colegiado da CVM entendeu que não houve alienação de controle, sendo incabível OPA na situação, apesar da participação significativa e da eventual indicação de administradores. Destaca-se trecho do voto do Diretor Otávio Yazbek:

"[...] A aquisição, por si só, de 100% do capital da Olimpia não me parece hábil a fazer, da Talco, controladora indireta da Telecom Itália. Com a participação detida exclusivamente pela Olimpia, ainda em 16/04/2007, esta obteve 49,94% dos votos válidos em assembleia da Telecom Itália. **Observe-se que, ainda que se tratasse de participação significativa no quadro de acionistas presentes, ela não correspondia a 50% do todo.** Entendo que, mesmo levando em conta o resultado das deliberações assembleares da Telecom Itália e a sua consistência temporal (ou seja, mesmo levando em conta as deliberações pregressas), não é de todo evidente a situação de controle, desde o início, pela Olimpia [...] Diante do exposto, voto pelo deferimento do recurso e pela desnecessidade de realização da OPA a que se refere o art. 254-A da lei societária."

83. Ademais, em seu voto, o Diretor Eli Loria também destacou que apenas a alienação de controle majoritário ensejaria a aplicação de OPA. Nesse sentido, afirmou que, *"se o alienante não possui o poder de controle de forma permanente, ainda que seja o "controlador de fato", não pode alienar o que não tem e o adquirente não se obriga a realizar oferta pública de aquisição perante os demais acionistas"*³⁹.

³⁹ Voto disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6360-4.pdf>

(v) Processo CVM 19957.006079/2017-68⁴⁰

84. Na mesma linha dos entendimentos firmados nos precedentes mencionados, ao analisar e julgar o Processo CVM 19957.006079/2017-68, que tratou de operação societária envolvendo as companhias abertas Elektro Redes S.A e Neoenergia S.A., a CVM entendeu que não houve o preenchimento dos requisitos necessários para deflagrar a obrigação de OPA, os quais foram assim afirmados, nos termos da doutrina de Nelson Eizirik:

- “(a) que a operação, em seu conjunto, resulte na presença de um **novo acionista controlador ou grupo de controle, que substitua o antigo controlador** no exercício do poder de dominação sobre a companhia;
- (b) que a transferência do controle, qualquer que seja a sua modalidade, apresente caráter oneroso;
- (c) que tenha ocorrido **a transferência da totalidade ou parte de ações ou de direitos sobre tais ações pertencentes ao antigo controlador.**”

85. No caso acima referenciado, portanto, a CVM, na fundamentação de seu voto, reforçou o posicionamento de que o **acionista minoritário**, ainda que tenha participação relevante nas deliberações da assembleia geral e eleja a maioria dos administradores, **não detém o poder de controle**, pois somente pode alienar o controle de determinada companhia aquele que efetivamente seja o titular desse direito. Com efeito, conforme palavras de Nelson Eizirik⁴¹, seria completamente absurdo pretender-se que alguém possa alienar algo que não possui.

⁴⁰ Parecer Técnico disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171024/0830.pdf>;
Voto do Colegiado disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171024_R1/20171024_D0830.html

⁴¹ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário: Inexigibilidade de oferta pública. pg. 10.

(vi) Processos CVM RJ-2011-13706⁴² e 19957.000115/2017-80⁴³

86. Ademais, nas próprias oportunidades em que a autarquia analisou a alienação de ações de emissão da Usiminas para o Grupo Ternium (conforme detalhado a seguir no item IV.2.1), a autarquia reforçou o entendimento dos precedentes anteriores.

87. Isso se observa de trechos do parecer da Superintendência de Registro de Valores (SRE), bem como do voto do Diretor Gustavo Borba que confirmou o entendimento da SRE, ressaltando que a obrigação de OPA impõe graves limitações ao direito de propriedade, justificando, portanto, uma interpretação mais estrita. Veja-se:

SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 14/2012

“De volta ao caso concreto, verificamos que o Grupo V/C, que alienou todas as ações ordinárias de sua propriedade ao Grupo T/T (25,97% dessa espécie), não detinha “uma participação majoritária dentro do bloco de controle” (palavras do voto supramencionado), de acordo com o Acordo de Acionistas Original.

O Grupo T/T, por sua vez, mesmo considerando a compra complementar de 1,69% da participação de CEU no bloco de controle, **não ultrapassou a participação detida pelo Grupo Nippon, que continuou sendo o maior acionista dentro do bloco de controle** e ainda reforçou sua participação, também comprando 1,69% das ações de CEU.

(...)

Assim, embora tenhamos verificado que houve a alienação de ações pertencentes a integrantes do bloco de controle de Usiminas a terceiros, de forma onerosa, concluímos pelo não ensejo da OPA por alienação de controle de Usiminas, de que trata o art. 254-A da Lei, uma vez **“que a operação, em seu conjunto, [não resultou] na presença de um novo acionista controlador ou grupo de controle, [que viesse a substituir] o antigo controlador** no exercício do poder de dominação sobre a companhia”, conforme as palavras de EIZIRIK, destacadas acima.”

Voto do Diretor Gustavo Borba

⁴² Disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2012/20120330-1-analise-OPA-ALI-Usiminas.pdf>

⁴³ Voto disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171024/0547.pdf>

“Em síntese, verificou-se, no caso, uma alteração na composição do bloco de controle, com a transferência da participação do Grupo V/C ao Grupo T/T e a alienação de parte das ações detidas pela CEU aos outros dois acionistas integrantes do bloco, sem que isso gerasse um reajuste substancial das forças dentro do grupo de controle, **em especial porque foi mantida a participação majoritária do Grupo Nippon.**

(...)

Acrescente-se, por fim, que, **ausente a configuração clara da situação de alteração de controle, não deve a CVM determinar a realização da OPA, tendo em vista que tal obrigação impõe graves limitações ao direito de propriedade do alienante, o que impõe a adoção, nesse ambiente, de interpretação estrita da norma (...).**”

88. Considerando os precedentes da CVM antes transcritos, é possível verificar que, **diante do conteúdo polissêmico do art. 254-A da Lei de Sociedades Anônimas**, e em especial da redação tautológica do § 1º do referido dispositivo, a autarquia especializada tem proclamado uma primeira interpretação – que, como será visto, é a única aderente à Constituição - segundo a qual a obrigatoriedade da realização da OPA só eclodirá se existir efetiva alienação do controle (outrora titularizado por outrem), devendo essa expressão ser interpretada, à luz do direito de propriedade e da segurança jurídica, como a alteração subjetiva da titularidade de ações que, isoladamente, conferir ao adquirente da participação societária o poder permanente de exercer a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

89. Dessa perspectiva interpretativa, é preciso, portanto, que, alternativamente, ou o adquirente passe a titularizar, subjetivamente, a maioria das ações com direito a voto no universo do capital social, ou, ainda, que, ao receber a participação acionária dentro do bloco controlador, titularize ações com direito a voto em número suficiente para determinar, sozinho, independentemente do comportamento cooperativo dos demais acionistas que o compõem, o comportamento do próprio bloco. Nessa última hipótese, portanto, é matematicamente indispensável que o adquirente passe a deter a maioria das ações com direito a voto no próprio bloco de controle.

90. Essa exegese interpretativa pode ser extraída do próprio direito à propriedade (art. 5º, caput e XXII, da CF), conquanto apenas se pode falar em transferência de controle por aquele que, assumindo um controle pré-existente, seja titular da maioria das ações com direito a voto para fazer o seu próprio direito, em caráter permanente, em detrimento dos demais no controle da companhia através da maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral.

91. Para além desse rol absolutamente limitado de hipóteses, a circulação das ações no mercado torna-se menos onerosa (e mais eficiente) ao se permitir o exercício incondicionado do direito à aquisição de participações societárias sem a obrigação de assegurar, aos minoritários, o preço mínimo de 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle. Assim, segundo a interpretação adotada pela CVM, as condições resolutivas e suspensivas de que cogita o caput do art. 254-A não se aplicam, salvo nesse par de situações anteriormente retratadas.

92. Nota-se, pois, que essa interpretação do art. 254-A é restritiva e repousa em um critério de reconhecimento objetivo e apriorístico da alienação do controle para fazer eclodir a regra do *tag along right*. Não se especula, nessa proposta hermenêutica, como passará a ser administrada a companhia, de fato, após o negócio de transferência de participação societária para caracterizar a alienação do controle. **Isto é, a concertação de acionistas que se modifique contingencialmente (mas não derive da forma do negócio) é um fator exógeno que não ditará o conceito de controle para o efeito do art. 254-A da LSA.** Em rigor, é a própria operação, em si, que, analisada intrinsecamente, fornece os critérios para verificar quando será necessária a realização da OPA.

IV. DA NECESSIDADE DE FIXAÇÃO DE INTERPRETAÇÃO CONFORME

93. Como bem leciona o Ministro Luís Roberto Barroso⁴⁴, o método da interpretação conforme, de larga disseminação da jurisprudência do Supremo, pode ser decomposto em elementos ou passos que permitem a identificação da alternativa constitucionalmente legítima, diante de situações de ambivalência da lei em face de normas ou valores constitucionais superiores.

94. Em direção semelhante, Inocêncio Mártires Coelho sustenta que, “[n]o âmbito jurídico, em geral, a ideia de se estabelecerem parâmetros objetivos para controlar e/ou racionalizar a interpretação deriva, imediatamente, dos princípios da certeza e da segurança jurídica, que estariam comprometidos se os aplicadores do direito, em razão da abertura e da riqueza semântica dos enunciados normativos, pudessem atribuir-lhes qualquer significado, à revelia dos cânones hermenêuticos e do comum sentimento de justiça”.

95. Daí que, havendo sentidos variáveis do preceito legal, o caso deve ser solucionado pela técnica decisória da interpretação conforme à Constituição, para que o Supremo Tribunal Federal declare a inconstitucionalidade, sem redução de texto, do sentido incompatível com a Carta e, simultaneamente, fixe o sentido da interpretação consonante com o texto e o programa normativo da Constituição de 1988.

96. É por meio dessa técnica que a requerente da presente ação direta pretende demonstrar que a recente interpretação firmada pelo STJ sobre o art. 254-A da LSA não é conformável ao texto da Constituição e precisa ser eliminada do ordenamento jurídico. Trata-se de ação que se insere no bojo da constitucionalização do direito privado. Afinal, como destacam os Professores Daniel Sarmento e Ademar Borges em Parecer (Doc. 3), é inequívoca a sujeição da matéria societária aos princípios constitucionais.

⁴⁴Barroso, Luís Roberto. *Interpretação e Aplicação da Constituição*. 3ª Edição. São Paulo: Saraiva, 1999, p. 181.

97. Naturalmente, o que se ataca não é o ato concreto (acórdão proferido), mas a interpretação inconstitucional da lei que a Corte encarregada de pacificar a inteligência do direito federal acabou por abraçar, em apertada maioria, no julgamento dos Embargos declaratórios no Resp nº 1837538/SP, cujo debate precisa ser amplamente recuperado no âmbito da presente ação direta de inconstitucionalidade. A breve recapitulação será feita a seguir a partir da sistematização de duas hipóteses de interpretação dos dispositivos objeto desta ADI, uma restritiva e a outra extensiva, esta última acolhida pelo STJ e inconstitucional.

IV.1 DUAS INTERPRETAÇÕES DOS DISPOSITIVOS OBJETO DESTA ADI

98. Conforme expõe Ricardo Soares⁴⁵, a interpretação jurídica pode modular o alcance da linguagem normativa para produzir tanto o efeito semântico restritivo quanto extensivo.

99. A partir dessa taxonomia, para fins expositivos, é possível sistematizar a existência de duas interpretações conflitantes para o texto legal constante do art. 254-A: uma restritiva e a outra extensiva. O cerne da questão é o significado jurídico da expressão "*alienação do controle*" enquanto condição para a existência de obrigação de OPA. Uma interpretação extensiva dessa expressão aumentará o universo de operações em que haverá obrigação de OPA, ao passo que uma interpretação mais restritiva preservará a obrigação como uma hipótese mais reservada a situações específicas.

100. A interpretação restritiva é a visão do texto legal que prevalece na jurisprudência brasileira judicial e administrativa até o presente momento. Em verdade, como se demonstrará, trata-se da interpretação mais literal do dispositivo, e

⁴⁵ SOARES, Ricardo Maurício Freire. *Hermenêutica e interpretação jurídica*. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. ISBN 9788553610228.

também a que melhor expressa aderência a valores constitucionais como a segurança jurídica.

101. A expressão "*alienação de controle*" contém dois núcleos que exigem análise individualizada, quais sejam, *alienação* e *controle*.

102. Inicie-se por *controle*, que é um conceito central para o direito societário, o qual se encontra em diversas normas da LSA para além do art. 254-A. A definição legal de controle é encontrada no art. 116 daquele diploma, que denomina controlador aquele acionista que cumpre duas condições cumulativas: (i) ser "*titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia*" e (ii) "*usa[r] efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia*".

103. Esse conceito de controle é o mais literal que se depreende da LSA. Portanto, uma interpretação realmente literal e restritiva do conceito de controle para fins de OPA também exigiria a observação das duas condições acima referidas para que houvesse a obrigação de oferta por parte do adquirente.

104. Contudo, essa dupla condição não costuma ser exigida nem para a interpretação tradicional (restritiva), por uma razão simples: a análise do segundo critério não pode ser feita ao momento da operação, pois depende de uma escolha futura do adquirente das ações. É dizer: um comprador pode adquirir a maioria das ações de uma sociedade aberta, detendo, com isso, titularidade da maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e poder para eleger a maioria dos administradores e, a despeito disso, optar por não exercer tais poderes.

105. Para a interpretação tradicional (a que se chama, para fins didáticos, de restritiva) é indiferente, para deflagrar a obrigação de OPA, o exercício efetivo do poder de controle, bastando a aquisição de ações suficientes para tal (titularidade),

que é o único elemento aferível ao momento do negócio. Esse ponto é fundamental, pois revela que a interpretação do dever de OPA por alienação de controle adotada no Direito brasileiro sempre privilegiou a previsibilidade.

106. Para o bem da segurança jurídica, portanto, presume-se, na interpretação tradicional do art. 254-A, que o adquirente da titularidade da maioria das ações com direito a voto da companhia fará uso de seus direitos para dirigir a companhia.

107. Detém o *controle*, para a interpretação restritiva, aquele que é "*titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia*", nos termos do art. 116 da LSA. **O controle, então, depende da titularidade de direitos políticos que componham maioria permanente nas decisões da companhia.** A força do vocábulo "*permanente*", para essa interpretação, explica por que não poderia haver um controle minoritário, sob a ótica da titularidade: pois a nenhum controle minoritário é assegurado maioria permanente, havendo sempre a dependência do comportamento omissivo dos demais acionistas.

108. Explanado o conceito de *controle* para a interpretação restritiva dos dispositivos objeto desta ADI, cumpre ainda, brevemente, se atentar ao termo *alienação*, que, no direito, é sinônimo de transferência. A rigor, é impossível que se transfira o que inexistente ou o que não se detém. Disso decorre, nessa visão mais literal, que a palavra *alienação* exige, para que se possa cogitar a obrigação de OPA, a existência de um controle previamente à operação — controle (nos termos acima expostos) que será, pelo titular, transferido a um terceiro. Só assim haverá uma *alienação de controle* na interpretação restritiva.

109. Apresentada a interpretação restritiva, analise-se a interpretação ora chamada de extensiva. Para essa visão, só importa, para a definição de *controle*, o requisito (ii) do art. 116 da LSA, qual seja, "*usa[r] efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia*". Com isso, possibilita-se

que o controle minoritário seja considerado *controle* — afinal, em hipóteses específicas de omissão dos demais acionistas, um sócio minoritário pode efetivamente dirigir as atividades e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

110. Ao aceitar a hipótese de controle minoritário para deflagrar a obrigação de OPA, aumenta-se substancialmente o universo de operações em que será imposto ao adquirente o dever de OPA. Por isso, considera-se tal interpretação extensiva.

111. Ademais, a interpretação específica encampada recentemente pelo STJ (detalhada em tópico seguinte) também propõe uma definição alternativa de *alienação*, que seria possível de ser observada mesmo na ausência de um controle prévio por parte do alienante. Em verdade, tal definição de *alienação* mais se assemelha ao sentido semântico de *alteração*: havendo uma alteração por simples influência política (incluindo-se, aqui, a emergência de um controlador minoritário), haveria a obrigação de OPA, independentemente da detenção de controle pelo sócio que aliena as ações.

112. Apresentadas as duas interpretações conflitantes do objeto desta ADI, cabe observar os efeitos que cada uma destas interpretações gera em direitos fundamentais, em especial na liberdade contratual, autonomia privada e direito de propriedade.

113. Como visto, a interpretação expansiva aumenta o universo de operações em que o adquirente de bloco de ações é obrigado a realizar OPA. Isso é, apesar da vontade de uma parte de vender e da outra de comprar um determinado número de ações, impõe-se, por força de lei, a custosa obrigação de se fazer oferta pelas ações dos demais acionistas, que podem superar em muito o escopo inicial da operação planejada. Portanto, a autonomia privada e a liberdade contratual são restringidas, bem como o direito de propriedade é dificultado. Nesse sentido, os Professores Daniel Sarmiento e Ademar Borges (Doc. 3) pontuam que a garantia do *tag along* "envolve (...) uma restrição à autonomia do adquirente, pois este pode se ver compelido a

celebrar negócios jurídicos que preferia não fazer." Sendo assim, quanto mais expansiva for a interpretação do instituto, maior será a restrição referida pelos aludidos professores.

114. É dizer: a interpretação que expande as hipóteses legais de OPA também restringe direitos fundamentais, motivo pelo qual ela deve ser preterida, à luz do princípio de hermenêutica constitucional da máxima efetividade, para o qual as normas devem ser interpretadas de modo a otimizar a eficácia da Lei Maior, sobretudo em sede de direitos fundamentais⁴⁶.

115. A interpretação restritiva também é a mais recomendada tendo em vista ser *"lição clássica de hermenêutica, [que] a norma restritiva deve ser interpretada restritivamente, a fim de evitar a extensão de sua aplicação para além do âmbito ao qual o legislador, constitucional ou ordinário, expressamente as restringiu"* e que *"diante do caráter específico e restritivo da norma, [...] não se justifica a interpretação extensiva"*, conforme já reconhecido por este E.STF em diversos julgados⁴⁷. Ora, a obrigação de OPA por alienação de controle é inequivocamente uma exceção, um caso específico, não devendo ser expandido para além do âmbito intentado pelo legislador ordinário, mormente se, como se prova nesta ação, tal interpretação expansiva viola diversos dispositivos constitucionais.

116. Ressalte-se aqui que esta ação trata da obrigação legal de realização de OPA por alienação de controle minoritário. Hipótese diferente ocorre na chamada *"poison pill brasileira"*, em que, por força de cláusula do estatuto, o acionista adquirente de determinado percentual de ações resta obrigado a realizar OPA tendo por objeto a totalidade das ações emitidas pela companhia em circulação no mercado⁴⁸. Na

⁴⁶ MENDES, Gilmar Ferreira. Curso de direito constitucional. Saraiva Educação SA, 2013, pág. 118.

⁴⁷ Por exemplo: RE 1375502 / PR – PARANÁ, Relator(a): Min. RICARDO LEWANDOWSKI, Julgamento: 20/04/2022, Publicação: 26/04/2022 e RE 741304 AgR / GO – GOIÁS, Relator(a): Min. RICARDO LEWANDOWSKI Julgamento: 03/12/2013, Publicação: 18/12/2013.

⁴⁸ ZANINI, Carlos Klein. A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. Temas de direito societário e empresarial contemporâneos. São Paulo: Malheiros, 2011.

hipótese de OPA em decorrência da *poison pill*, não há violação da autonomia privada, já que a inserção da cláusula no estatuto decorreu da vontade dos sócios.

117. Em verdade, a mera existência de uma solução de mercado, voluntária, que emula os efeitos da interpretação extensiva, é um argumento em prol da interpretação restritiva. Afinal, o arranjo contratual e estatutário pelo qual uma companhia opera é parte relevante de sua estratégia empresarial. Por isso, é vantajoso que se incentive a coexistência de diferentes modelos de estatuto, permitindo-se, assim, a evolução institucional do mercado, que, por meio da concorrência, definirá as situações em que é desejável se impor uma obrigação de OPA em casos de aquisições de blocos de ações não majoritários. Nesse sentido, a OCDE ressalta que a chamada concorrência institucional tem efeitos benéficos para a economia e competitividade de um país⁴⁹, sendo este aspecto especialmente relevante para empresas exportadoras que competem com pares do mundo inteiro.

118. Demonstrou-se, assim, que há duas interpretações que se contrastam nessa ADI. A interpretação restritiva do art. 254-A repousa em um critério de **reconhecimento apriorístico** da alienação do controle para fazer eclodir a regra do *tag along right*. Não se especula, nessa proposta hermenêutica, como passará a ser administrada a companhia, de fato, após o negócio de transferência de participação societária para caracterizar a alienação do controle. Isto é, a concertação de acionistas que se modifique contingencialmente (mas não derive da forma do negócio) é um fator exógeno que não ditará o conceito de controle para o efeito do art. 254-A da LSA, — é a própria operação, em si, que, analisada intrinsecamente, fornece os critérios para verificar quando será necessária a realização da OPA.

119. Conforme demonstrado, há, ainda, uma outra interpretação do supracitado art. 254-A que tem reivindicado a ampliação da obrigação de realizar a OPA, para considerá-la obrigatória, a partir do fluido conceito fático de controle minoritário, **toda**

⁴⁹ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO. O Futuro da Economia Global: rumo a uma expansão duradoura?. Tradução de GEPE - Gabinete de Estudos e Prospectiva Económica. Lisboa: OCDE, 2001. ISBN 972-8170-71-8, págs. 163-166.

vez que a dinâmica *ex post facto* de interação entre os grupos de acionistas for substancialmente alterada por uma operação de aquisição de ações por um terceiro.

120. Essa interpretação alternativa, porém, como será esclarecido, é contrária ao princípio da separação de poderes e ao postulado da isonomia, além de estabelecer restrições desproporcionais ao direito de propriedade, afetando a dimensão de negativa (ou de vedação ao retrocesso) de princípios constitucionais caros à ordem econômica constitucional, sobretudo no que se junte às metanormas de desenvolvimento nacional, de livre concorrência e de incentivo ao investimento.

IV.2 PRESERVAÇÃO DA SEGURANÇA JURÍDICA

IV.2.1. Precedente do STJ

121. Em novembro de 2012, a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) e outros⁵⁰ acionistas da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A (Usiminas) ajuizaram ação ordinária em face da Ternium, Confab Industrial S.A., Prosid Investments S.C.A. e Siderar S.A.I.C. Postularam, para o que interessa para esta ADI, que as demandadas, adquirentes de ações integrantes do bloco de controle fossem obrigadas a realizar OPA em razão das operações consumadas em novembro de 2011, que culminaram na detenção de meros 27,66% das ações da Usiminas pela Ternium.

122. Em setembro de 2013, foi proferida sentença, pela 3ª Vara Cível da Comarca de São Caetano-SP de improcedência dos pedidos. Afirmou-se que a aquisição de ações pelas requeridas não importara em obtenção de poder de controle. Isso porque, como asseverado pelo juízo, a Ternium adquiriu, com a operação, apenas 27,66% das ações com voto da Usiminas, compondo bloco de controle com o Grupo Nippon e a Caixa de Empregados da Usiminas (detentores de 29,45% e 6,75%,

⁵⁰ CSN Cimentos; Floresta Nacional S.A. e DIPLIC - Fundos de Investimento Multimercado (representada por BTG Pactual Serviços Financeiros S.A.).

respectivamente), números que "dão clara evidência de que a aquisição das Requeridas não importou em obtenção do controle da empresa".

123. Em fevereiro de 2017, a 1ª Câmara de Direito Empresarial do TJSP confirmou o entendimento da sentença ao julgar a apelação interposta pela CSN⁵¹. O acórdão consigna que a Ternium adquiriu, em novembro de 2011, 43,77% das ações vinculadas ao acordo de acionistas que regia o bloco de controle, com o que sequer obteve maioria dentro de tal bloco. Ademais, afirmou-se o entendimento de que não poderiam os Grupos Votorantim e Camargo Córrea, vendedores das ações adquiridas pela Ternium, alienarem um controle que nunca detiveram.

124. Interposto recurso especial (REsp) pela CSN, a 3ª Turma do STJ, em março de 2023, por maioria, negou-lhe provimento. Contudo, em sede de julgamento de embargos declaratórios (EDs), em junho de 2024, o órgão, em nova composição⁵² e por maioria, acolheu os argumentos dos EDs a fim de dar provimento ao REsp para declarar a necessidade de ter sido realizada a OPA de ações em razão da suposta alienação do controle da Usiminas com o ingresso da Ternium no seu bloco de controle. Contudo, em decorrência do transcurso do tempo, que culminaria na impossibilidade de prestação de tutela específica, o STJ decidiu converter a obrigação em perdas e danos.

125. O acórdão entendeu que, com o ingresso da Ternium no acordo de acionistas, houve um novo equilíbrio dentro do controle compartilhado, que seria suficiente para configurar alienação de controle para fins de OPA, ainda que a Ternium não tivesse obtido a maioria das ações do bloco de controle.

126. De imediato, a decisão causou perplexidade no mercado, por se tratar de grave e injustificada ruptura com o entendimento que vinha sendo aplicado pela

⁵¹ A apelação da CSN foi provida apenas para minorar os honorários sucumbenciais fixados em sentença.

⁵² Houve uma mudança de composição na 3ª Turma, que apreciou o caso, em decorrência do falecimento do Ministro Paulo de Tarso Sanseverino e pela declaração de impedimento de Marco Aurélio Bellizze. Ambos haviam votado pelo desprovimento do Recurso Especial interposto pela CSN.

Justiça e pela CVM há décadas, o qual já havia sido incorporado à prática de operações societárias em matéria de *tag along*.

127. Em específico, a interpretação causou insegurança e ruptura por considerar ter havido alienação de controle *sem* que o alienante fosse controlador e *sem* que o adquirente tenha se tornado controlador (ou seja, *sem* que o adquirente tenha se tornado titular de direitos que lhe assegurem, de modo permanente, os poderes descritos nos arts. 116 e 243, §3º, da LSA). Com efeito, conclui-se, no caso específico, que a consolidação de um suposto controle *minoritário* seria suficiente para disparar a obrigação de OPA. Em desacordo com a jurisprudência da CVM, além de ignorar esse requisito objetivo, o acórdão do STJ foi fundamentado em alterações no acordo de acionistas e outros **atos posteriores** à aquisição.

128. Assim, o STJ falhou em oferecer à sociedade balizas claras de orientação e fomentou enorme insegurança jurídica, ao estabelecer que, para avaliar evento *passado* - ou seja, se a aquisição de ações ocorrida se enquadrava na hipótese do art. 254-A da LSA, obrigando assim a adquirente a fazer OPA -, seria possível considerar atos *futuros*. Essa interpretação, além de inconstitucional, exemplifica a jocosa, porém triste realidade expressa na célebre frase atribuída ao Pedro Malan: "*no Brasil, até o passado é incerto.*"

129. Sob a premissa de que "*o acionista controlador é uma circunstância fática*", o STJ inovou na interpretação do art. 254-A para levar em consideração atos *posteriores* à aquisição acionária. Nesse contexto, o STJ examinou atos posteriores de gestão da empresa e o novo acordo de acionistas firmado, concluindo que se deu um novo equilíbrio de forças dentro do bloco de controle e inferindo que o adquirente teria assumido posição de preponderância. Com base nisso, concluiu que o caso se enquadraria no conceito de alienação de controle do art. 254-A, resultando na consequente obrigação de realizar OPA, a despeito de o adquirente não ter se tornado, com a aquisição, titular dos direitos exigidos pelo art. 116 da LSA para que seja qualificado como acionista controlador.

130. A nova interpretação do STJ ignorou: (i) o fato de que o adquirente *não* incorporou ao seu patrimônio direitos de sócio que lhe assegurassem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) que o alienante não era controlador, portanto, não poderia alienar direito que não integrava seu patrimônio (o controle da companhia). Além disso, o STJ ainda ignorou a existência de outro acionista, parte do bloco de controle, que quer *antes*, ou *depois* da alienação permaneceu como proprietário da maior quantidade de ações com direito a voto e com idênticos direitos, em relação ao novo ingressante no bloco de controle da companhia, de eleger administradores responsáveis pela direção da companhia.

131. Isso significa que o STJ afirmou que o adquirente adquiriu do alienante mais direitos do que o próprio alienante era proprietário e que ampliou o conceito legal de acionista controlador, conferindo aos artigos 116 e 243, §3, da LSA, interpretação inconstitucional. Essa conclusão *inconstitucional* viola o direito à propriedade (art. 5º, *caput* e XXII, da CF), ao admitir que alguém possa adquirir mais direitos do que aqueles que o alienante é titular, além de contradizer um dos mais antigos dogmas do direito, com raízes no direito romano, de que ninguém pode alienar mais direitos do que tem ("*nemo plus iuris ad alium transfere potest quam ipse habet*"). O precedente do STJ, na prática, cria norma jurídica com nova hipótese de OPA, a violar, a mais não poder, a separação de poderes (art. 2º, art. 60, §4º, III da CF), a segurança jurídica (art. 1º, *caput*, e art. 5º, inciso XXXVI, da CF) e o princípio da livre iniciativa e da intervenção mínima do Estado na economia (art. 170 e 174 da CF).

132. Se não é isso, na mais benevolente das hipóteses, o precedente interpreta o art. 254-A da LSA de modo a amplificar a obrigação de OPA para situações de alienação de controle *minoritário*, o que acarreta violação ao princípio da segurança jurídica, pois o adquirente, ao tempo da operação, não pode prever o *futuro* para prever como se darão as dinâmicas de interação de acionistas que ingressam no bloco. Além disso, o precedente cria ônus extraordinário e desproporcional para a

aquisição de participação societária em meras hipóteses de participação relevante. No limite, essa interpretação impõe restrições desproporcionais ao direito de propriedade (art. 5º, *caput* e XXII) e à circulação de ativos em um mercado com liberdade econômica, ditada pelo art. 170 da Constituição, a desestimulando o funcionamento regular do mercado de títulos mobiliários e dificultando a realização de investimentos no País.

133. Com a decisão, muitas questões ficaram em aberto para as futuras operações:

- (i) Se “[a] alienação, direta ou indireta, do controle de companhia” é pressuposto à incidência do artigo 254-A da Lei das S.A., poderia haver obrigação de fazer OPA em relação a negócio jurídico em que o alienante não detinha o controle da companhia?
- (ii) Deixou de ser pressuposto à incidência do artigo 254-A da Lei das S.A. que o adquirente tenha passado a ser titular de direitos que lhe assegurem, de modo permanente, os poderes referidos nos arts. 116 e 243, §2º, da LSA?
- (iii) Passou a ser possível que um acionista, que *antes* e *depois* da aquisição não seja o titular do maior número de ações com direito a voto na companhia, seja considerado adquirente do poder de controle para fins do art. 254-A da LSA?
- (iv) Nessa hipótese de alienação de ações por quem não seja controlador, para que essa operação seja enquadrada como alienação de controle para os fins do art. 254-A da LSA, seria necessário que ocorra posterior alteração do acordo de acionistas e, mediante análise de atos posteriores, fosse comprovada a preponderância do adquirente? Se sim, quais tipos de alterações no acordo de acionistas gerariam esta presunção? O que se entende por preponderância?

- (v) Qual seria o limite temporal para que atos posteriores sejam considerados para definir a caracterização da operação de aquisição de ações como alienação de controle?

134. Tais incertezas trarão graves desafios, daqui em diante, para a correta precificação do custo das operações de aquisição de participação societária no Brasil, caso não haja um posicionamento conclusivo do STF para sepultar a interpretação inconstitucional que veio a ser adotada pelo STJ.

135. Ademais, a insegurança jurídica não atingirá apenas o futuro, mas também operações já consumadas, até porque o STJ não adotou sequer a técnica de modulação de jurisprudência, apesar de essa providência lhe ser franqueada e até mesmo mandatária levando em consideração do art. 23 da LINDB e o art. 927, §§3º e 4º, do CPC, talvez sem aquilatar, apropriadamente, o significado que sua nova interpretação assumiria para o mercado e os riscos nela embutidos.

IV.2.2. Proteção Constitucional à Segurança Jurídica

136. A segurança jurídica, como elemento estrutural da noção de Estado de Direito, consiste em um conjunto de condições que tornam possível o "*conhecimento antecipado e reflexivo das consequências diretas de seus atos e de seus fatos à luz da liberdade reconhecida*"⁵³. Em outras palavras, é princípio que se apresenta como aspecto objetivo de estabilidade, sendo meio que garante a previsibilidade na interpretação e estruturação de relações jurídicas e da própria ordem jurídica.

137. Assim compreendida, "*a segurança jurídica, como já indiciado, assume também a condição de direito e garantia fundamental, o que reforça a sua dupla dimensão objetiva e subjetiva. [...] a segurança jurídica não encontra no Estado de Direito um fundamento único, devendo ser reconduzida a outros princípios, como é o caso, por exemplo, do princípio democrático, do princípio do Estado Social, do princípio da*

⁵³ SILVA, José Afonso da. Comentário Contextual à Constituição. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 133

separação de poderes, do princípio da igualdade, do princípio da liberdade e da própria dignidade da pessoa humana".⁵⁴

138. Por sua vez, Karl Larenz ensina que: "[o] **ordenamento jurídico protege a confiança** suscitada pelo comportamento do outro e não tem mais remédio que protegê-la, porque poder confiar [...] é condição fundamental para uma pacífica vida coletiva e uma conduta de cooperação entre os homens e, portanto, da paz jurídica". O autor complementa afirmando que o princípio da confiança tem um componente de ética jurídica, que se expressa no princípio da boa-fé: "[d]ito princípio consagra que **uma confiança despertada de um modo imputável deve ser mantida** quando efetivamente se creu nela. A suscitação da confiança é imputável, quando o que a suscita sabia ou tinha que saber que o outro ia confiar. Nesta medida é idêntico ao princípio da confiança."⁵⁵

139. Ingo Wolfgang Sarlet destaca que "na feliz síntese de Gomes Canotilho, na sua dimensão objetiva (do direito objetivo), a segurança jurídica aponta para a garantia da **estabilidade** de ordem jurídica, ao passo que, do ponto de vista subjetivo, exige que o cidadão (indivíduo) possa confiar nos atos do Poder Público, no sentido da **calculabilidade e previsibilidade** dos seus (dos atos do Poder Público) respectivos efeitos jurídicos, o que, por sua vez, remete à noção de **proteção da confiança legítima** como expressão essencial da segurança jurídica no Estado de Direito."⁵⁶

140. A Constituição Federal, para além de referir um direito geral à segurança no caput do art. 5º (abrangente não só da segurança pública, mas de segurança em sentido lato, a abarcar as relações jurídicas), manifesta-o por diversas vezes no texto constitucional⁵⁷ de forma implícita, a exemplo do que se contém no art. 5º, inciso

⁵⁴ ÁVILA, Humberto. Segurança jurídica, São Paulo: Malheiros, 2011, p. 206; e TORRES, Heleno Taveira. Direito constitucional tributário e segurança jurídica, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 121 e ss. – grifou-se.

⁵⁵ LARENZ, Karl. Derecho Justo: Fundamentos de Ética Jurídica. Madri: Civitas, 1985, p. 91 e 95/96 – grifou-se.

⁵⁶ SARLET, Ingo Wolfgang; MARINONI, Luiz Guilherme; e MITIDIERO, Daniel. Curso de Direito Constitucional. São Paulo: SaraivaJur, 2024, 13ª ed., p. 228 – grifou-se.

⁵⁷ Para além do art. 5º, inciso XXXVI, o princípio da segurança jurídica ainda é manifestado nos incisos II (i.e., que estabelece o princípio da legalidade) e XL (i.e., que fica a irretroatividade da lei penal) da CF.

XXXVI, a enunciar que a lei não poderá prejudicar o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada.

141. Por isso, no Brasil, há muito vem a doutrina constitucional se dedicando à necessidade de dar concretude e dimensionamento apropriado ao princípio da segurança jurídica, como projeção do subprincípio do Estado de Direito.

142. Nesse sentido, por ex., consta do repositório jurisprudencial do STF que “a segurança jurídica, como subprincípio do Estado de Direito, assume valor ímpar no sistema jurídico, cabendo--lhe papel diferenciado na realização da própria ideia de justiça material”, contexto em que o STF reconheceu em julgado a “[n]ecessidade de estabilidade das situações criadas administrativamente”.⁵⁸

143. Portanto, a estabilidade, calculabilidade, previsibilidade e tutela da confiança legítima, dessa forma, figuram como princípio que rege a aplicação e interpretação normativa, devendo ser considerados nas manifestações judiciais e administrativas. Ocorre que essas dimensões podem ser duramente impactadas por litigância futura, caso permaneça a interpretação chancelada pela Corte da Cidadania.

144. É que, como bem pondera o professor Humberto Ávila, também a atividade do Poder Judiciário pode afetar a confiabilidade das expectativas, sobretudo em relação aos impactos das mudanças abruptas de jurisprudência naqueles que praticaram atos confiantes de que a interpretação abandonada não seria apanhada por inovações com potencial retroativo:

“Também a jurisdição tem provocado problemas de cognoscibilidade, de confiabilidade e de calculabilidade: de cognoscibilidade, em virtude da falta de fundamentação adequada das decisões, ou, mesmo, da existência de divergências entre decisões, órgãos ou tribunais; de confiabilidade, em razão da modificação jurisprudencial de entendimentos anteriormente consolidados com eficácia retroativa inclusive para aqueles que, com base no entendimento abandonado, praticaram atos de disposição de seus direitos fundamentais; e de calculabilidade,

⁵⁸ STF, MS 22.357, Plenário, Rel. Ministro Gilmar Mendes, DJ de 5.11.2004).

pela falta de suavidade das alterações de entendimentos, ou, mesmo, pela ausência de coerência na interpretação do ordenamento jurídico”⁵⁹

145. A interpretação firmada pelo STJ, para além de onerar a garantia da livre iniciativa e da propriedade e acender luzes de cautela para operações de aquisição de participação societária meramente relevante (sem alienação de controle), por assimilá-las à hipótese de controle minoritário, não teve sequer o cuidado de garantir suavidade para as transações pretéritas, que passaram a ser postas em xeque quanto a suas consequências.

146. Chama a atenção o fato de que a hipótese aventada pelo STJ acaba por inovar o ordenamento jurídico a partir da ambiguidade do art. 254-A da LSA, a comprometer uma das dimensões mais caras ao princípio da liberdade de iniciativa, **que é a de vigorar apenas sob reserva de lei (e jamais de criação pretoriana)**, como bem observa o Ministro Eros Roberto Grau:

“Pois é certo que a postulação primária da liberdade de iniciativa econômica, como acima anotei, é a garantia da legalidade: liberdade de iniciativa econômica é a liberdade pública precisamente ao expressar não sujeição a qualquer restrição estatal senão em virtude de lei.”⁶⁰

147. Permita-se acrescentar: a restrição à liberdade não pode surgir senão em virtude de lei clara, direta, cognoscível para o destinatário, sem a qual a função de orientação do ordenamento jurídico passa a ser gravemente tolhida.

148. Com efeito, diante do precedente do STJ, acionistas minoritários de companhias que passaram por alterações de composição societária afins ao caso da Usiminas (alterações relevantes, mas até então consideradas como não geradoras da obrigação de OPA) poderão ajuizar diversas ações tentando se beneficiar do precedente de modo a obter indenizações.

⁵⁹ ÁVILA, Humberto. Segurança Jurídica. 2ª Edição, Revista, Atualizada e Ampliada. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 166.

⁶⁰ GRAU, Eros Roberto. A Ordem Econômica na Constituição de 1988. 6ª Edição. São Paulo: Malheiros, 2001, p. 241.

149. Note-se que a província na qual a figura do poder de controle há de ser um “poder de fato” deve ser extremamente limitada, talvez confinada ao âmbito da responsabilidade civil. Para fins de responsabilização, por exemplo, que é averiguada, necessariamente, de maneira retrospectiva, é razoável a adoção de tal entendimento, privilegiando-se a responsabilização daqueles que efetivamente tomaram as decisões empresariais que provocaram danos. O mesmo viés, no entanto, é totalmente inadequado para a programação de negócios futuros e para fins de obrigatoriedade de OPA, porquanto geraria a necessidade de uma análise prospectiva pelas partes e pelas autoridades no momento da operação.

150. Em outras palavras, o critério adotado pelo STJ demandaria um exercício de futurologia para casos correlatos. Os adquirentes, contudo, não são capazes de definir, ao momento da operação, se terão êxito político caso queiram obter preponderância na companhia, tampouco podem prever as relações cooperação ou antagonismo entre os blocos de acionistas, na forma pressuposta pelo *ratio decidendi* do STJ. As autoridades, muito menos. Isso porque, se não houver a titularidade da maioria das ações do bloco de controle, o poder de influenciar a companhia será sempre condicionado a variáveis que, em rigor, o adquirente não controla, quais sejam, os posicionamentos dos demais acionistas da companhia.

151. Além disso, a possibilidade de exercício de controle minoritário pode não ter relação direta e necessária com uma operação de compra e venda de ações. Por exemplo, seria possível que, em determinado momento, no âmbito de uma companhia, houvesse um rearranjo político que concedesse preponderância de controlador a determinado acionista minoritário. Evidentemente, tal fato não ensejaria a obrigação de OPA por parte desse acionista minoritário. Isso ilustra que apenas os efeitos exclusivamente causados pela operação de alienação de ações analisada podem fundamentar a obrigação de OPA.

152. A importância da existência de critérios claros, objetivos e aferíveis ao momento da operação é evidenciada também pelo **estudo comparado internacional**,

que indica as melhores práticas. Tal como o Brasil, os países com a presença de mercado de capitais avançados e alta listagem de companhia abertas em bolsa também se dedicam à regulação das operações societárias com vistas à proteção do minoritário. Contudo, em razão dos riscos de desequilíbrio do sistema de incentivos que permeia o referido mercado, em geral, estes países estabelecem **marcos objetivos e de fácil averiguação para demarcar a obrigatoriedade ou não da oferta pública de ações.**

153. A União Europeia, por exemplo, estabelece normativas gerais para alinhamento das disposições legislativas dos Estados-Membros nesta matéria. Dispõe a Directiva 2004/25⁶¹ do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia que a oferta pública obrigatória terá como princípio basilar a proteção contra alteração no controle da companhia, e deverá ocorrer quando uma pessoa detenha ações que *"lhe confirmam direta ou indiretamente uma determinada percentagem dos direitos de voto na sociedade, permitindo-lhe controlar a mesma"*⁶².

154. No entanto, não apenas a lei europeia confere proteção ao minoritário, mas também, em atenção à segurança jurídica e previsibilidade das transações societárias, impõe aos países a atribuição de definir o percentual do capital votante apto a presumir a existência de controle.

155. A observação do direito estrangeiro revela a preocupação legislativa e regulatória em estabelecer critérios objetivos para determinar a alienação de controle, baseados na quantidade de capital votante adquirido por um novo controlador. Embora os limites para a obrigatoriedade da OPA variem, em geral, sistemas jurídicos

⁶¹ Os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para permitir que um oferente que tenha alcançado, na sequência de uma oferta pública de aquisição, uma certa percentagem do capital com direitos de voto de uma sociedade possa exigir que os titulares dos valores mobiliários remanescentes lhos vendam. De igual forma, sempre que um oferente tenha alcançado, na sequência de uma oferta pública de aquisição, uma certa percentagem do capital com direitos de voto de uma sociedade, os titulares dos valores mobiliários remanescentes deverão dispor da possibilidade de exigir que o oferente proceda à aquisição dos seus valores mobiliários. Estes mecanismos de aquisição e alienação potestativas só devem ser aplicáveis em condições específicas ligadas às ofertas públicas de aquisição. Noutras circunstâncias, os Estados-Membros podem continuar a aplicar as regras nacionais relativas aos mecanismos de aquisição e alienação potestativas.

⁶² Art. 5º, Directiva 2004/05 para as ofertas públicas de aquisição.

de economias com mercado de capitais desenvolvidos não permitem que a demarcação da alienação de controle seja deixada à mercê de julgamentos subjetivos ou da análise de efetivo exercício de controle após a operação.

156. Trata-se, portanto, de uma práxis no direito societário estrangeiro a adoção de um padrão mais rigoroso, assegurando previsibilidade e segurança aos adquirentes e solidez ao mercado de capitais.

157. Acontece que, como elucidado ao longo da presente peça, a interpretação combatida cria hipótese incerta de obrigatoriedade de realização de OPA pelos adquirentes de ações, que rompe a previsibilidade e estabilidade de critérios objetivos já consolidados pela Justiça e pelo órgão regulador competente. Acomete-se, com isso, o princípio da segurança jurídica. Afinal, o princípio da segurança jurídica é de particular relevância na interpretação de normas de conduta, tal qual a do art. 254-A da LSA, que obriga mediante a imposição de um comando imperativo, desde que materializados certos pressupostos.

158. Subvertendo a conclusão da CVM e ignorando a jurisprudência judicial e administrativa consolidada sobre a matéria, a nova hipótese normativa foi criada a partir de uma interpretação extensiva do art. 254-A da LSA, entendendo pela obrigatoriedade de realização de OPA em situação de consolidação do controverso controle minoritário.

159. Tal interpretação, como bem traz Nelson Eizirik⁶³, gera situação de incerteza, violando o princípio da segurança jurídica, pilar essencial ao mercado de capitais:

“Logo, a obrigatoriedade da OPA por alienação de controle pressupõe a aquisição de ações integrante do bloco de controle que permitam ao “novo controlador” deter mais de 50% (cinquenta por cento) do capital votante da companhia aberta, sendo inexigível a realização de tal oferta nos casos de controle minoritário, em que este é exercido, por definição, em bases precárias.

⁶³ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário: Inexigibilidade de oferta pública. pg. 13-14.

Aliás, a interpretação acima explicitada é a única que resulta em um critério objetivo e previsível para a análise dos casos de alienação de controle. Qualquer outra interpretação acabaria fazendo com que a obrigatoriedade da realização da OPA nas situações envolvendo eventual controle minoritário ficasse sujeita à mais absoluta incerteza, em detrimento da segurança jurídica, que constitui um dos pilares essenciais para o bom funcionamento do mercado de capitais.

[...] Na economia de mercado, a segurança jurídica é fundamental, na medida em que permite aos agentes econômicos (indivíduos, empresas, etc.) preverem como ocorrerão as relações de compra e venda de bens, instrumentalizadas mediante contratos, para que possam estabelecer o seu valor. Nesse sentido, eles "precificam" os bens negociados no mercado partindo da premissa de que as normas jurídicas que regulam tais transições são previsíveis."

160. Isso porque, como referido, a interpretação restritiva do art. 254-A da LSA não é apenas aquela que é historicamente adotada pela CVM e a qual os tribunais pátrios prestavam deferência, mas é também, principalmente, a única que garante segurança jurídica ao mercado de capitais, por permitir critérios objetivos. Nesse sentido, os Professores Daniel Sarmento e Ademar Borges concluem, em Parecer anexo (Doc. 3), que *"a única interpretação compatível com a Constituição de 1988 do art. 254-A da LSA, nos termos em que delineado pelo legislador, é a que limita a incidência do tag along right à hipótese de aquisição de controle majoritário"*, devendo, portanto, ser este o entendimento fixado pela Suprema Corte brasileira.

161. A criação de nova hipótese normativa, de corte ampliativo, gera, ao mercado, insegurança e instabilidade, pois retira a previsibilidade sobre os casos em que há obrigatoriedade de se realizar OPA. Constitui, assim, cenário de insegurança, pelo qual os agentes do mercado de capitais restam à mercê de decisões judiciais contrárias ao entendimento consagrado pela doutrina e pela jurisprudência do órgão competente (i.e., a CVM).

162. A intervenção judicial em decisões administrativas, que deve ocorrer de forma esporádica, sobretudo para fins de controle formal de legalidade dos atos administrativos, deverá ser realizada com parcimônia por parte do órgão judicante. Isso porque, além de não deter capacidade técnica para mudança de interpretações meritórias, como restará demonstrado, ao proferir decisões contrárias ao

entendimento consolidado, o judiciário gera instabilidade na própria organização do mercado.

163. A garantia da segurança jurídica, destaque-se, é parâmetro fundamental da análise desta Suprema Corte em sede de controle concentrado de constitucionalidade.

164. Na ADI n.º 3.005/DF⁶⁴, que trata da inconstitucionalidade da aplicação da TR em substituição ao IPC, o Relator, Ministro Ricardo Lewandowski, destaca em seu voto:

"Como é cediço, no rol de direitos e garantias fundamentais sobre o qual se assenta o Estado Democrático de Direito, figura o inc. XXXVI do art. 5º da Constituição Federal, cuja redação assegura, com todas as letras, que a lei não prejudicará o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada. Consoante a precisa definição de Rubens Limongi França o ato jurídico perfeito caracteriza-se como "aquele que sob o regime da lei antiga se tornou apto para produzir os seus efeitos pela verificação de todos os requisitos a isso indispensáveis"

Vale dizer, a garantia abrigada nesse instituto está umbilicalmente ligada à necessidade de prestigiar o valor segurança jurídica em face da sucessão de leis no tempo, conferindo-se estabilidade aos direitos subjetivos e, mais, permitindo aos sujeitos de direito conhecer de modo antecipado quais as consequências de seus atos."

165. No mesmo sentido, no âmbito do julgamento da ADPF n.º 167/DF⁶⁵, o Ministro Luiz Fux destacou que a observância de precedentes, sob a ótica da análise econômica do Direito, constitui verdadeiro "*estoque de capital*" e "*componente fundamental de uma ordem jurídico funcional*".

166. A interpretação do art. 254-A da LSA sem *parâmetros objetivo* e que leve em consideração eventos *futuros* para definir se, no *passado*, ao tempo da operação, houve efetiva aquisição de controle contribui para a piora do mercado de capital e prejudica a maximização da eficiência e o desenvolvimento da economia. Nessa

⁶⁴ STF - ADI: 3005 DF 0003642-87.2003.1.00.0000, Relator: Ricardo Lewandowski, Data de Julgamento: 01/07/2020, Tribunal Pleno, Data de Publicação: 13/11/2020.

⁶⁵ ADPF 167, Relator: Luiz Fux, Tribunal Pleno, Data de Julgamento: 07/03/2018, Data de Publicação: 14/10/2020.

medida, a declaração de inconstitucionalidade de interpretação tal qual proclamada no recente julgado do STJ é também medida adequada para corrigir a distorção que esse reprovável entendimento gera para o marco regulatório do mercado de capitais.

167. O STF, como guardião da Constituição, tutelará o desenvolvimento nacional, um dos objetivos da República Federativa do Brasil (art. 3º da CF), ao declarar a inconstitucionalidade aqui pleiteada, na medida em que tornará as hipóteses de OPA mais previsíveis, reduzirá os *custos de transação* e inspirará *confiança* aos investidores, o que é fundamental para proporcionar uma capitalização mais eficiente por parte das empresas de capital aberto, ao mesmo tempo que estimula a poupança e o investimento.

168. No presente caso, a segurança jurídica está em favor da interpretação que garante critérios objetivos aferíveis antes da operação, em linha com a aplicação da norma contida no art. 254-A pela CVM, órgão ao qual se deve deferência diante de sua superior capacidade institucional e especialização, também por norma constitucional, como se expõe a seguir.

IV.3 DEFERÊNCIA À DISCRICIONARIEDADE TÉCNICA DO ÓRGÃO REGULADOR

169. A Comissão de Valores Mobiliários, criada pela Lei nº 6.385/1976, é entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de personalidade jurídica e autoridade administrativa independente, tendo como escopo disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. É considerada, com isso, o órgão regulador do mercado de capitais.

170. Para garantir seu escopo, a Lei nº 6.385/1976, por meio de seu art. 8º, fixa o órgão como o competente para: (i) regulamentar as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedade por ações; (ii) administrar os registros; (iii) fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele

participem, e aos valores nele negociados; e (iv) fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

171. Nota-se, com isso, que a CVM, por determinação legal, adota função judicante atípica (i.e., ao momento em que assume responsabilidade de fiscalizar - típico exercício do poder de polícia - e determinar, função típica do Judiciário) e visa garantir ao mercado condições que assegurem segurança e desenvolvimento capazes de consolidá-lo de forma estruturada.

172. Assim, ao regular o mercado de capitais, proferindo decisões e realizando análises técnicas sobre casos concretos, a CVM figura como meio de garantia de segurança jurídica e previsibilidade ao mercado e aos investidores. Com isso, é detentora de discricionariedade técnica para realizar a fiscalização e regulamentação do mercado de capitais.

173. Como bem pondera Neil Komesar, expoente da teoria institucionalista nos EUA, em tradução livre:

“A escolha institucional é tão difícil como essencial. A escolha é sempre entre alternativas imperfeitas. Os pontos fortes e fracos de uma instituição em comparação com outra variam de um conjunto de circunstâncias para outro. Por exemplo, se o processo de adjudicação é melhor protetor de direitos de propriedade ou pior não é algo que se possa dizer óbvio. Por vezes, as Cortes serão os melhores protetores da propriedade privada, e algumas vezes essa tarefa será melhor executada por processos políticos.”

174. Portanto, justamente diante de sua maior expertise técnica, pela maior vivência do ambiente setorial regulado e diante de sua superior capacidade institucional para lidar com problemas ligados aos mercados de capitais, na linha das escolhas institucionais propostas anteriormente, a orientação da autarquia (mormente quando emitida em parecer prévio, específica ao caso concreto) deve ser endossada pelo Supremo como a interpretação adequada ao ordenamento jurídico pátrio, até porque

é a que tem maior nível de compatibilidade com a Carta de 1988, em especial no título da Constituição Econômica.

175. O STF, em análise sobre deferência do Judiciário às decisões administrativas, já decidiu, em sede do RE nº 1083955⁶⁶, a importância do respeito à decisão proferida por agência dotada de capacidade técnica e em certos casos chegou a enunciar até mesmo a existência de autêntica reserva de Administração:

“1. A capacidade institucional na seara regulatória, a qual atrai controvérsias de natureza acentuadamente complexa, que demandam tratamento especializado e qualificado, revela a reduzida expertise do Judiciário para o controle jurisdicional das escolhas políticas e técnicas subjacentes à regulação econômica, bem como de seus efeitos sistêmicos.

2. O dever de deferência do Judiciário às decisões técnicas adotadas por entidades reguladoras repousa na (i) falta de expertise e capacidade institucional de tribunais para decidir sobre intervenções regulatórias, que envolvem questões policêntricas e prognósticos especializados e (ii) possibilidade de a revisão judicial ensejar efeitos sistêmicos nocivos à coerência e dinâmica regulatória administrativa.

3. A natureza prospectiva e multipolar das questões regulatórias se diferencia das demandas comumente enfrentadas pelo Judiciário, mercê da própria lógica inerente ao processo judicial.

4. A Administração Pública ostenta maior capacidade para avaliar elementos fáticos e econômicos insitos à regulação. Consoante o escólio doutrinário de Adrian Vermeule, o Judiciário não é a autoridade mais apta para decidir questões policêntricas de efeitos acentuadamente complexos (VERMEULE, Adrian. *Judging under uncertainty: Na institutional theory of legal interpretation*. Cambridge: Harvard University Press, 2006, p. 248–251).

5. A intervenção judicial desproporcional no âmbito regulatório pode ensejar consequências negativas às iniciativas da Administração Pública. Em perspectiva pragmática, a invasão judicial ao mérito administrativo pode comprometer a unidade e coerência da política regulatória, desaguando em uma paralisia de efeitos sistêmicos acentuadamente negativos.”

176. O precedente acima exposto, além de apontar os riscos da intervenção desproporcional do Judiciário, reafirma o dever de deferência às decisões técnicas adotadas por entidades reguladoras, dever não observado pela interpretação ora combatida ilustrada pelo aludido precedente do STF. Em âmbito de controle

⁶⁶ RE 1083955 AgR, Relator(a): Min. Luiz Fux, Primeira Turma, Data de Julgamento: 28/05/2019, Data de Publicação: 07/06/2019.

concentrado de constitucionalidade, há também decisões que se mostram uníssonas ao entendimento⁶⁷. Veja-se:

"9. Definidos na legislação de regência as políticas a serem perseguidas, os objetivos a serem implementados e os objetos de tutela, ainda que ausente pronunciamento direto, preciso e não ambíguo do legislador sobre as medidas específicas a adotar, não cabe ao Poder Judiciário, no exercício do controle jurisdicional da exegese conferida por uma Agência ao seu próprio estatuto legal, simplesmente substituí-la pela sua própria interpretação da lei. Deferência da jurisdição constitucional à interpretação empreendida pelo ente administrativo acerca do diploma definidor das suas próprias competências e atribuições, desde que a solução a que chegou a agência seja devidamente fundamentada e tenha lastro em uma interpretação da lei razoável e compatível com a Constituição. Aplicação da doutrina da deferência administrativa (Chevron U.S.A. v. Natural Res. Def. Council)."

(ADI 4874/DF, Relator(a): Min. ROSA WEBER, Tribunal Pleno, julgado em 01/02/2018, PROCESSO ELETRÔNICO DJe-019 DIVULG 31-01-2019 PUBLIC 01-02-2019)

177. O caso supracitado, apesar de ter como foco o debate sobre a constitucionalidade de proibição de insumos e produtos pela ANVISA, reafirma a necessidade de deferência do Judiciário às interpretações trazidas no exercício das atribuições dos órgãos reguladores técnicos. Interpretações devidamente fundamentadas e com lastro jurídico compatível devem ser respeitadas pelo poder Judiciário, pois manifestam a competência própria das agências reguladoras. No caso em comento, a interpretação defendida não é apenas aquela que se coaduna com o entendimento da agência reguladora, mas é também, sobretudo, a única leitura da norma que oferece balizas claras e segurança jurídica ao mercado.

178. Já no âmbito da própria CVM, o Supremo Tribunal Federal julgou improcedente a ADI nº 3.033-RJ⁶⁸ e, portanto, dada a natureza dúplice da ação, constitucional dispositivo inserto em instrução normativa da autarquia que promovia restrições à atuação de auditores independentes⁶⁹. Na oportunidade, além de

⁶⁷ ADI 4874; Relator: Rosa Weber, Data de Julgamento: 01/02/2018, Tribunal Pleno, Data de Publicação: 01/02/2019.

ADC 42, Relator: Luiz Fux, Data de Julgamento: 28/02/2018, Tribunal Pleno, Data de Publicação: 13/08/2019.

⁶⁸ ADI 3033, Relator Gilmar Mendes, Tribunal Pleno, julgado em 11-11-2020, Proc. Eletrônico DJe-280, PUBLIC 26-11-2020.

⁶⁹ A ADI analisava o art. 31 da Instrução CVM 308 de 1999, na redação dada pela Instrução CVM 611 de 2019.

entender ausente afronta à livre iniciativa, à livre concorrência e à liberdade quanto ao exercício de profissão, destacou, nos termos de sua lei de regência (a Lei 6.385/1976), a ampla competência regulatória e o poder de polícia da CVM no âmbito do mercado de valores mobiliários, o caráter técnico da normativa da agência e, ainda, a proporcionalidade e razoabilidade técnica da restrição.

179. Se foi respeitada a competência técnica e regulatória da CVM até mesmo para se impor restrição à liberdade de ofício, a deferência é ainda mais necessária quando a interpretação restritiva conferida pela autarquia é aquela que, ampliando os direitos fundamentais, mais respeita a livre iniciativa e a intervenção mínima do Estado na economia.

180. Ao se sobrepor à decisão administrativa da CVM, promovendo a substituição do juízo técnico valorativo do órgão, o STJ invade a competência e o próprio poder exercido pela autarquia federal vinculada ao Poder Executivo, violando cláusula pétrea da Constituição (i.e., garantia da separação dos três poderes), prevista no art. 2º e no art. 60, §4º, III, da Constituição Federal⁷⁰.

181. Portanto, a interpretação conforme dos dispositivos impugnados a ser fixada pelo STF deve ser restritiva e privilegiar a previsibilidade e a objetividade, também por deferência às orientações técnicas da CVM, em conformidade com o disposto no art. 174 da Constituição Federal e com a jurisprudência consolidada desta Corte sobre o princípio da separação de poderes e sobre a deferência a decisões executivas de instâncias com competência institucional especializada.

IV.4 CUMPRIMENTO DO OBJETIVO DE DESENVOLVIMENTO NACIONAL E DO INCENTIVO AO INVESTIMENTO E À LIVRE CONCORRÊNCIA

182. Mesmo que se ignorassem os fatos de que (i) a nova interpretação do art. 254-A da LSA ora combatida gerará insegurança jurídica (inclusive para operações

⁷⁰ Art. 2º, CF: São Poderes da União, independentes e harmônicos entre si, o Legislativo, o Executivo e o Judiciário.

consolidadas) pela simples mudança de um entendimento consagrado há quase 50 anos e de que (ii) os critérios inaugurados são irrazoáveis, pois de difícil aferição, faz-se fundamental analisar, ainda, os efeitos econômicos adversos gerados pela nova e inconstitucional interpretação normativa.

183. É que, como já dito, ofertas públicas de aquisição, mesmo em sua interpretação consagrada (ora defendida), encarecem as operações de compras de participações societárias. O motivo é evidente: por exemplo, sem a obrigação de OPA, um investidor necessita somente, para fins de aquisição de 51% de participação societária em uma companhia, do desembolso do montante equivalente ao valor de mercado desta parcela de ações.

184. Com o dever de realização de OPA, o custo da operação, nesse exemplo, pode dobrar, pois o adquirente se compromete a comprar, por determinado valor⁷¹, todas as demais ações. Não é por outra razão que, como já referido, o governo brasileiro chegou a revogar o instituto à época das privatizações ocorridas no final do milênio, como forma de facilitar a atração de investimentos.

185. Ocorre que a interpretação proposta pelo STJ encarece ainda mais os atos de investimento e gera custos de transação dispensáveis e, pois, ineficientes. De acordo com o referido entendimento, quaisquer aquisições de participações societárias em que haja qualquer plano de participação política na companhia investida serão desencorajadas pelo risco de ser determinada, de maneira superveniente, a obrigação de realizar OPA ou de indenizar os demais acionistas.

186. É difícil mensurar a quantidade imensa de operações de aquisição de participações de 15, 20, 25 ou 30% em companhias abertas que ocorrem na economia brasileira e que serão afetadas pela nova orientação. Na verdade, o maior impacto não será visível, pois será relativo às operações que não mais ocorrerão.

⁷¹ O preço mínimo da oferta pública vinculante aos demais acionistas da companhia é, por lei, igual a 80% (do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle (art. 254, *caput*, *in fine*, do LSA).

187. A movimentação de ativos é fundamental para o desenvolvimento econômico de qualquer país. Dentro desse contexto, o mercado de capitais funciona como catalisador da distribuição e alocação de recursos financeiros. Por meio dele, detentores de capital (investidores) estabelecem uma relação com aqueles que estão precisando de fundos (empresas e governo), gerando emprego, permitindo o financiamento da indústria nacional e propiciando ganhos de produtividade.

188. Nesse contexto, os acionistas são pessoas físicas ou jurídicas responsáveis por alocar recursos em prol de uma companhia e, mediante assunção de riscos, auferir proventos oriundos dos resultados comerciais dela.

189. Na ciência econômica, trabalha-se com o conceito de custos de transação. O termo é indicativo de sua ideia: trata-se de todos os custos incorridos por agentes econômicos para que se chegue a uma troca voluntária. Cunhado pelo ganhador do prêmio Nobel de economia Ronald Coase, a teoria por trás do conceito afirma que quanto menos custos de transação houver em uma economia, mais eficiente ela será.

190. Na questão em comento, a nova hipótese de OPA criada pela interpretação combatida (que reconhece a possibilidade de alienação de controle minoritário sem a fixação de quaisquer parâmetros) aumenta substancialmente os custos de transação dos investimentos societários. A ineficiência econômica decorrente disso é indiscutível e afeta objetivos e normas da Constituição Federal.

191. Um impacto bastante evidente ocorrerá na atração de investimentos e reinvestimentos, que devem ser fomentados, segundo art. 172 da CF (em sintonia com objetivo de desenvolvimento nacional constante no art. 3º, II, da CF).

192. É comum que empresas investidoras comprem uma participação relevante (mas não majoritária) no bloco de controle das companhias para então proceder à injeção de capital. O entendimento aplicado pelo STJ pode simplesmente inviabilizar

este formato de operação, já que haverá o receio constante de que a compra de participação gere, futuramente, obrigação de OPA, que pode fazer com que o investidor tenha de adquirir o dobro ou até o triplo das ações que planejara, aumentando demasiadamente o dispêndio de capital requerido para a operação.

193. Portanto, a interpretação expansiva do art. 254-A da LSA reduzirá o número de aquisições de participação esperadas, reduzindo operações que seriam eficientes para a economia.

194. A criação de barreiras ao investimento é especialmente grave em um país que há décadas apresenta uma taxa de investimento em relação ao PIB muito aquém das demais economias emergentes⁷² e que tem a segunda maior taxa de juros do mundo⁷³ (o que já dificulta os investimentos de maneira suficiente). A interpretação extensiva ora combatida prejudica, em especial, setores intensivos em capital, o qual pode ser buscado ou por endividamento ou por aporte de capitais (*equity*), sendo essa segunda modalidade atingida pela excessiva abrangência e a incerteza em relação à obrigação de OPA.

195. Mas isso não é tudo. A barreira à livre mobilidade de capitais também afetará o funcionamento da livre concorrência, protegida constitucionalmente pelo art. 3º, II, da CF.

196. Quando um grupo econômico percebe que em determinado mercado (em que há um oligopólio, por exemplo) estão ocorrendo lucros atipicamente altos, o agente terá um incentivo a entrar naquele mercado. Ao adentrar no mercado (investindo em uma companhia, por exemplo), o agente poderá aumentar a concorrência, capitalizando e fortalecendo algum *player*. Ressalte-se que investidores

⁷² O índice atual é de 16,5% do PIB, uma das menores entre os países emergentes (a título de comparação, esta taxa no México e na Índia é de 22 e 30%, respectivamente). Fonte: <<https://veja.abril.com.br/economia/baixas-taxas-de-investimento-indicam-sinal-de-alerta-para-economia-do-pais>>

⁷³ Nesse sentido, noticia o Jornal O Globo: <https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2024/06/19/no-ranking-dos-maiores-juros-reais-do-mundo-brasil-so-e-superado-pela-russia.ghtml>

não trazem apenas capital, mas também *expertise*, práticas de gestão e acesso a redes de negócios que podem aumentar a eficiência e competitividade das empresas. Além disso, um grupo econômico, ao investir em determinada companhia, pode facilitar o acesso da investida a tecnologias utilizadas pelo grupo em outras empresas investidas, fomentando a inovação.

197. O aumento ou fortalecimento dos concorrentes, em mercados concentrados, tende a reduzir eventuais lucros anormais de volta à média da economia, além de baixar preços e/ou aumentar qualidade dos produtos. Este é o mecanismo fundamental pelo qual a concorrência protege o consumidor de lucros excessivamente altos ao mesmo tempo em que entrega produtos melhores e mais baratos.

198. Ao se aumentarem os custos para a entrada de investimentos em companhias, inevitavelmente o mercado ficará mais enrijecido e a concorrência se reduzirá. Além disso, o menor nível de investimentos diminuirá as atividades de pesquisa e a busca das empresas por produtos mais modernos e tecnológicos.

199. Por todas estas razões, é fundamental que esse E. STF dissipe a incerteza reinante no mercado a partir da consolidação da interpretação elástica conferida pelo STJ. Deve-se, ao contrário, garantir, por meio de interpretação conforme do art. 254-A da LSA, inteligência da lei que não enrijeça excessivamente e gere ineficiências no mercado de ações brasileiro, vital para as economias contemporâneas, garantindo assim, a observância ao objetivo de desenvolvimento nacional e do incentivo ao investimento e à livre concorrência.

V. PRESSUPOSTOS PARA A CONCESSÃO DA MEDIDA CAUTELAR

200. Na espécie, estão presentes os requisitos para a concessão, pelo Relator, de medida cautelar no âmbito do controle concentrado de constitucionalidade *ad referendum* do plenário, que, no caso, deverá adotar as técnicas acautelatórias

próprias do art. 12-F Lei n.º 9.868/99, para que seja comandada a suspensão imediata: (i) da interpretação inconstitucional do art. 254-A, *caput* e §1º, §2º e §3º da LSA, e também (ii) de qualquer ação que vise impor ou executar essa interpretação inconstitucional assim como de quaisquer outras ações que discutem os contornos da aplicação do art. 254-A, *caput* e §1º, da LSA, em cada caso, até o deslinde da presente ação direta de inconstitucionalidade.

201. O art. 12-F, inserido no diploma que governa o procedimento das ações diretas de inconstitucionalidade e declaratórias de constitucionalidade em 2009, não deixa qualquer dúvida sobre a possibilidade do deferimento de tais medidas, se presentes os requisitos gerais do *periculum in mora* e do *fumus boni iuris*:

Art. 12-F. Em caso de excepcional urgência e relevância da matéria, o Tribunal, por decisão da maioria absoluta de seus membros, observado o disposto no art. 22, poderá conceder medida cautelar, após a audiência dos órgãos ou autoridades responsáveis pela omissão inconstitucional, que deverão pronunciar-se no prazo de 5 (cinco) dias. _____ (Incluído pela Lei nº 12.063, de 2009).

§ 1º. A medida cautelar poderá consistir na suspensão da aplicação da lei ou do ato normativo questionado, no caso de omissão parcial, bem como na suspensão de processos judiciais ou de procedimentos administrativos, ou ainda em outra providência a ser fixada pelo Tribunal. _____ (Incluído pela Lei nº 12.063, de 2009).

202. Há, portanto, uma autêntica atipicidade de remédios cautelares que hoje dotam o Supremo Tribunal Federal de ampla competência e elasticidade para conformar a tutela de urgência às necessidades específicas da questão constitucional sob sua jurisdição, como, por sinal, já preconizava a jurisprudência mesmo antes da reforma legislativa noticiada.

203. Na espécie vertente, para além da relevância do tema da ação direta, é bastante evidente a presença do perigo de lesão irreparável (*periculum in mora*), a ser aquilatado, em controle objetivo, conforme preconiza a jurisprudência, diante do risco representado pela reiteração da interpretação inconstitucional para o princípio da segurança jurídica.

204. Ora, diante da narrativa empreendida ao longo da presente ação direta, resta claro que as interpretações diversas hoje praticadas pela CVM e pelo STJ a propósito do alcance da obrigação de realizar OPA como base no art. 254-A, *caput* e §1º, §2º e §3º da LSA são abertamente conflitantes. Deixam, por isso mesmo, em situação de profunda incerteza milhares de operações de transferência de capital havidas ou planejadas para acontecer, em futuro breve, no âmbito do mercado de ações no Brasil e têm potencial para prejudicar negócios vindouros de monta, dos quais depende o saudável desenvolvimento da economia nacional.

205. Com efeito, os investidores que aportam recursos em operações de aquisição de participação societária seguiam, até pouco tempo, com segurança e objetividade, a orientação emanada da CVM, segundo a qual a cogência da obrigação de realizar a OPA para preservar os direitos dos minoritários somente ocorria, basicamente, em dois cenários: no primeiro, se o adquirente do capital passasse a titularizar, subjetivamente, a maioria das ações com direito a voto no universo do capital social; no segundo, se, ao receber a participação acionária dentro do bloco controlador, o adquirente passasse a titularizar a maioria das ações com direito a voto dentro do próprio bloco de controle.

206. Esses são os requisitos objetivos indispensáveis para que o adquirente seja qualificado como acionista controlador, quem, nos termos do art. 116 da LSA, deve ser titular de direitos de sócio em número suficiente para, sozinho, independentemente do comportamento cooperativo dos demais acionistas, assegurar, *"de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia"* (definição legal de acionista controlador instituída no art. 116 e reforçada pelo teor do §2º do art. 243 da LSA).

207. Assim foi, por longos anos, desde a vigência da Lei n.º 10.303/2001, que, como visto, protegeu, com moderação, a posição de acionistas minoritários, de sorte a assegurar-lhes a percepção de preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do

valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle alienado. Por óbvio, no entanto, a lei se referia a situações em que havia um prévio controlador e este alienava o controle que outrora era seu, e não se contentava com a simples transferência de participação societária relevante (afinal, ninguém poderia alienar o que jamais deteve). O diploma federal citado, porém, *não tinha, decididamente, a pretensão de banalizar a obrigatoriedade da OPA*, como se verifica, por sinal, até mesmo dos trabalhos legislativos preparatórios.

208. Contudo, depois do recente julgamento do STJ nos Embargos declaratórios no Resp nº 1837538/SP, há, agora, a atemorizar o profícuo campo das fusões e aquisições, o espectro do reconhecimento de um atípico controle minoritário, com base na questionável doutrina do “acionista controlador de fato”. A interpretação alternativa, portanto, renuncia a critérios formais intrínsecos à própria operação para, *a posteriori*, afirmar a necessidade de realização da OPA, com efeitos indenizatórios pronunciados a encarecer custos de transação, de modo a impor uma inviável análise de futurologia a quem se aventurar a adquirir participação societária dentro de um bloco de controle, mesmo que do negócio não deflúa a titularidade da (i) a maioria do capital social; (ii) ou sequer a maioria das ações do bloco controlador.

209. Assim, para eliminar, desde logo, a ambiguidade noticiada do conceito de operação que importa em transferência do controle para efeito do art. 254-A da LSA e conformar a interpretação da lei em atenção aos postulados constitucionais da segurança jurídica, da deferência à discricionariedade técnica do órgão regulador, da separação de poderes, da isonomia, do direito de propriedade, do desenvolvimento nacional, da livre concorrência e do incentivo ao investimento, roga a requerente que o Supremo Tribunal Federal, em provimento cautelar *initio litis*, confira interpretação do art. 254-A, *caput* e §1º, §2º e §3º, da LSA, conforme à Constituição.

210. Em outras palavras, nesse mesmo juízo cautelar, dever-se-á, ainda, pronunciar a inconstitucionalidade parcial, sem redução de texto, do sentido interpretativo abraçado pelo STJ quando do julgamento dos Embargos declaratórios no Resp nº

1837538/SP, a fim de se afastar a obrigatoriedade da realização da OPA quando houver a mera transferência de participação societária relevante que não uma participação que confira, de modo permanente, a maioria dos votos na assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

211. Esse é o primeiro pleito cautelar, próprio da técnica da decisão das ADIs e ordinariamente praticado pela Suprema Corte. Contudo, no caso vertente, também será necessário um segundo provimento de natureza assecuratória da utilidade do julgamento da ação de controle concentrado.

212. É que, com efeito, a insegurança jurídica provocada pela interpretação inconstitucional combatida não atingirá apenas o futuro, mas impacta as operações pendentes de discussão em juízo, até porque o STJ não adotou sequer a técnica de modulação de jurisprudência, apesar de essa providência lhe ser franqueada pelo art. 927, §§3º e 4º, do CPC e, em verdade, mandatária nos termos do art. 23 da LINDB.

213. Com isso, acionistas minoritários, nas mais diversas operações de transferência de capital, sentem-se encorajados a demandar em juízo contra os adquirentes de participação societária com base na interpretação constitucionalmente ilegítima do art. 254-A da LSA, sob o argumento da “transferência fática do controle” ou do “controle minoritário”, expressão que não esconde a sua fragilidade dogmática por conter um autêntico oxímoro. Ora, se o adquirente não consegue, sozinho, sem a cooperação dos demais acionistas, ditar os destinos da companhia, e depende de sua habilidade e de acordos contingentes para a nomeação de administradores e para emplacar as suas prioridades no âmbito dos negócios sociais, é porque nada controla, embora possa ostentar níveis distintos de influência societária.

214. Daí que, para evitar a prolação de decisões díspares no Poder Judiciário, que ora pode se ver inclinado a abraçar a interpretação constitucionalmente legítima do art. 254-A caput e §1º, §2º e §3º da LSA, ora pode esposar a interpretação desconforme a Constituição recentemente anunciada pelo STJ, a requerente, até para

a preservação do princípio da isonomia, pugna pela determinação de suspensão de todos os processos em que se discuta a aplicação dos aludidos dispositivos da LSA, seja em demandas que busquem a impositiva realização de OPA, seja em demandas que requeiram indenização em face da não-realização da oferta pública de aquisição.

215. Sobre a possibilidade de combinação de técnicas de decisão em controle concentrado de constitucionalidade de feição *principalliter* e de determinação de suspensão de processos em curso dependentes da solução da questão constitucional, a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal contém precedentes ilustrativos, orientadores e diretamente aplicáveis à situação ora retratada.

216. Por todos, vale citar os arestos pinçados do acervo jurisprudencial da Corte e adiante transcritos, a asseverar a ampla atipicidade e fungibilidade das medidas cautelares em processos de feição objetiva de controle de constitucionalidade:

Ação direta de inconstitucionalidade. 2. Medida cautelar deferida para suspender a vigência da norma, objeto da ação, até o julgamento final desta, do que resultou a suspensão do pagamento de vantagem nela autorizado. 3. Ação ordinária posteriormente proposta pelos destinatários da norma suspensa, perante a Justiça Federal de Primeira Instância, vindicando o pagamento da mesma vantagem, o que lhes foi concedido em decisão de antecipação de tutela. 4. Comunicação do Presidente do Tribunal Regional do Trabalho, requerido na ação direta de inconstitucionalidade, acerca da decisão de primeiro grau de que decorre ordem para adotar providências necessárias ao pagamento da mesma vantagem, que estava suspenso, ao deferir o STF a cautelar na ação direta de inconstitucionalidade. 5. Limites da eficácia da medida cautelar na ação direta de inconstitucionalidade. 6. Comunicação conhecida como "Questão de Ordem", incidente na ação direta de inconstitucionalidade, e resolvida no sentido de determinar a suspensão, até o julgamento final da ação, do processo na Justiça Federal de Primeira Instância e do pagamento nele ordenado. (ADI 1244 QO, Relator(a): NÉRI DA SILVEIRA, Tribunal Pleno, julgado em 28-08-1997, 28-05-1999 PP-00003 EMENT VOL-01952-01 PP-00050)

Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental conhecida como Ação Direta de Inconstitucionalidade. 2. Resolução 4.765, de 27 de novembro de 2019, do Conselho Monetário Nacional (CMN). Cobrança de tarifa de cheque especial. 3. Resolução editada pelo CMN tem caráter de norma primária. 4. Princípio da subsidiariedade e fungibilidade entre as ações diretas. 5. Atuação do CMN no campo da intervenção estatal na economia (arts. 174 e 192 da CF). Tarifa bancária com características de taxa. Possível violação ao princípio da legalidade tributária.

Cobrança que coloca o consumidor em situação de vulnerabilidade econômico-jurídica. Desproporcionalidade da medida adotada pelo CMN para correção de falha de mercado. 6. Presença dos requisitos do *fumus boni iuris* e *periculum in mora* para deferimento da medida cautelar em sede de ação direta. 7. Agravo regimental interposto pelo BACEN contra decisão monocrática que deferiu a medida cautelar pleiteada. 8. Medida cautelar referendada pelo Plenário do STF. 9. Agravo regimental julgado prejudicado. (ADI 6407 MC-Ref, Relator(a): GILMAR MENDES, Tribunal Pleno, julgado em 30-11-2020, PROCESSO ELETRÔNICO DJe-289 DIVULG 09-12-2020 PUBLIC 10-12-2020)

217. Logo se vê, portanto, que, na defesa da ordem jurídica objetiva, a Suprema Corte vem utilizando-se, com flexibilidade, dos instrumentos de natureza cautelar, para, a partir de um autêntico poder geral de cautela, adotar a técnica de decisão mais adequada para a defesa da ordem jurídico-constitucional da forma mais efetiva possível, diante da situação que lhe é trazida pelo rol generoso de legitimados contidos no art. 103 da CF, tanto em tema de controle de atos comissivos, como de atos omissivos, de modo a permitir uma ampla gama de antídotos constitucionais contra situações de desconformidade normativa com os preceitos magnos.

218. Assim, é perfeitamente possível a combinação da técnica de suspensão da aplicação do sentido inconstitucional da norma impugnada, com a de suspensão de processos de feição concreta a discutir a sua aplicação, nos moldes pretendidos no presente tópico e, ao final, sumariados no requerimento cautelar constante do tópico final dos pedidos.

VI. PEDIDOS

219. Diante do exposto, a autora requer:

- a) O recebimento e o regular processamento da presente Ação Direta de Inconstitucionalidade por esse E. Supremo Tribunal Federal;
- b) A **concessão de medida cautelar**, monocraticamente pelo(a) Ministro(a) Relator(a), *ad referendum* do Plenário, para que:

- (i) determine a suspensão de processos judiciais em que se discuta a obrigatoriedade de realizar a OPA ou de indenização decorrente da violação da norma constante no art. 254-A, com fundamento nos arts. 10, 12-F, §1º e 21, caput da Lei nº 9.868/1999, que pode ser aplicada às ADIs por analogia;
- (ii) cumulativamente, confira ao art. 254-A, *caput* e §1º, §2º e §3º, da Lei das S.A., **interpretação conforme à Constituição**, para afirmar que a obrigação de realizar a OPA, assegurando aos acionistas minoritários a percepção de preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle alienado, somente se configura se, transferido o controle previamente existente e detido pelo alienante, o adquirente: (1) passar a titularizar, subjetivamente, a maioria das ações com direito a voto no universo do capital social; ou (2) após receber a participação acionária dentro do bloco controlador, vier a titularizar a maioria das ações com direito a voto dentro do próprio bloco, que lhe assegure poderes para determinar, de modo permanente, independentemente do comportamento cooperativo dos demais acionistas que o compõem, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; pronunciando, assim, a **inconstitucionalidade parcial, sem redução de texto**, da interpretação de que haveria obrigatoriedade da realização de OPA em casos de mera alienação de participação societária relevante que não confira maioria das ações com direito a voto da companhia ou do seu bloco de controle, sendo irrelevantes, para tais fins, juízos factuais relacionados à política desenvolvida entre os acionistas, bem como de qualquer interpretação do art. 254-A da Lei federal nº 6.404/1977 que extrapole os limites acima delineados.

- c) Ao final, a procedência da ação, com a confirmação da medida cautelar eventualmente deferida, para que:
- (i) fixe ao art. 254-A, *caput* e §1º, §2º e §3º, da Lei das S.A. interpretação conforme à Constituição, no sentido de que a avaliação da alienação de controle realizada pela CVM, para fins de definição de direitos de *tag along* de terceiros, (1) tenha por objeto os efeitos exclusivamente causados pela operação de alienação de ações analisada; e (2) obedeça os critérios objetivos do art. 116 da Lei das S.A. (reforçados pelo §2º do art. 243 da LSA), passíveis de aferição no momento da operação;
 - (ii) se reconheça, por meio da interpretação conforme do art. 254-A, *caput* e §1º, §2º e §3º, da Lei das S.A., com efeito *ex tunc e erga omnes*, que a obrigação de realizar a OPA, assegurando aos acionistas minoritários a percepção de preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle alienado, somente se configure se, transferido o controle previamente existente e detido pelo alienante, o adquirente: (1) passar a titularizar, subjetivamente, a maioria das ações com direito a voto no universo do capital social; ou (2) após receber a participação acionária dentro do bloco controlador, vier a titularizar a maioria das ações com direito a voto dentro do próprio bloco, que lhe assegure poderes para determinar, de modo permanente, independentemente do comportamento cooperativo dos demais acionistas que o compõem, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; pronunciando, assim, a **inconstitucionalidade parcial, sem redução de texto**, da interpretação de que haveria obrigatoriedade da realização de OPA em casos de mera alienação de participação societária relevante que não confira maioria das ações com direito a voto da companhia ou do seu bloco de controle, sendo irrelevantes, para tais fins, juízos factuais

relacionados à política desenvolvida entre os acionistas, bem como de qualquer interpretação do art. 254-A da Lei federal nº 6.404/1977 que extrapole os limites acima delineados.

Termos em que,
Pede deferimento.

Brasília-DF, 12 de setembro de 2024.



Rodrigo de Bittencourt Mudrovitsch
OAB/DF n. 26.966

Floriano de Azevedo Marques Neto
OAB/DF n. 17.997

Impresso por: 021.770.973-71 - MARIA LETICIA SOUSA BORGES
Em: 14/09/2024 - 22:50:00