

GABRIELLA DE ALENCAR PELLICIARI

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES POR ALIENAÇÃO DE
CONTROLE:
SEUS PRINCIPAIS CONCEITOS E APLICAÇÃO PRÁTICA**

São Paulo

2021

GABRIELLA DE ALENCAR PELLICIARI

**Oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle:
seus principais conceitos e aplicação prática**

Artigo apresentado ao Programa de Especialização em Direito Societário – *LLM Master of Laws* do Instituto de Ensino e Pesquisa – INSPER como requisito parcial para a obtenção do título de especialista em Direito Societário.

Orientador: Prof^ª. Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst

Co-orientador: Prof. Gabriel Saad Kik Buschinelli

São Paulo

2021

Pellicieri, Gabriella de Alencar.

Oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle: seus principais conceitos e aplicação prática – São Paulo, 2021. 48.f.

Trabalho de conclusão do Programa de Especialização em Direito Societário – *LLM Master of Laws* do Instituto de Ensino e Pesquisa – INSPER, 2021.

Orientador: Prof^a. Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst
Co-orientador: Prof. Gabriel Saad Kik Buschinelli

1. Oferta Pública de Ações. 2. OPA. 3. Controle. 4. Alienação de Controle. 5. Análise Prática. I. Gabriella de Alencar Pellicieri. II. Oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle: seus principais conceitos e aplicação prática.

GABRIELLA DE ALENCAR PELLICIARI

**Oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle:
seus principais conceitos e aplicação prática**

Artigo apresentado ao Programa de Especialização em Direito Societário – *LLM Master of Laws* do Instituto de Ensino e Pesquisa – INSPER como requisito parcial para a obtenção do título de especialista em Direito Societário – *LLM Master of Laws*.

Data de Aprovação: __/__/__

A Deus. Ao Sergio. À minha família.

Peçam, e será dado, busquem e encontrarão; batam, e a porta será aberta. Pois todo o que pede recebe; o que busca encontra; e àquele que bate, a porta será aberta.

Mateus 7:7-8

Resumo

Este estudo tem como objetivo abordar a análise, de forma geral, dos artigos 254-A da Lei Federal nº 6.404/1976 (“Lei das S.A.”) e 29, § 4º da Instrução Normativa 361 da Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (“CVM”) e a sua aplicação em casos concretos na CVM.

Como o principal objetivo dos mencionados artigos é ditar as regras gerais da oferta pública de ações, conhecida como “OPA” ou “Tag Along” obrigatório no Brasil, este trabalho buscará explicitar o seu significado de acordo com a doutrina e jurisprudência, quais são seus critérios de aplicabilidade, a visão da CVM sobre o assunto, com base em casos concretos discutidos no fórum aplicável, com o intuito de auxiliar os estudiosos do direito no entendimento dos artigos mencionados acima, bem como aplicá-los no dia-a-dia em análises societárias ou em estruturação de operações societárias.

Para o desenvolvimento deste estudo foram utilizadas as metodologias dedutiva e dialética. Tal divisão se faz necessária, uma vez que, na primeira parte do artigo, avaliarei com base na doutrina os conceitos apresentados de forma objetiva no artigo 254-A da Lei das S.A., como por exemplo os conceitos de “controle”, de “alienação de controle” e de “oferta pública de ações”.

Posteriormente, partirei da avaliação dos conceitos acima mencionados acima, com base na metodologia dialética, com o intuito de avaliar os casos concretos julgados pela CVM e como tais conceitos previstos em lei foram, então, aplicados pela jurisprudência nos casos a seguir: (i) Usiminas (Processo CVM RJ-2011-13706); (ii) Ipiranga / Copesul (Processo CVM RJ 2007/7230); e CBD / Cassino (Processo CVM RJ 2005/4069).

A partir da avaliação desta, será possível fazer-se entender como endereçar o assunto aos controladores de sociedades brasileiras quando da possível venda da sua participação societária à terceiros, com a devida aplicação dos artigos acima, sem que haja a violação do direito dos minoritários.

Palavras-chave: Oferta Pública de Ações. OPA. Controle. Alienação de Controle. Análise Prática.

Abstract

This study aims to address the analysis, in general, of articles 254-A of Federal Law No. 6.404/1976 ("Corporate Law" or "Lei das S.A.", in Brazil), and 29, § 4 of Normative Instruction 361 of the Brazilian Securities Commission ("Federal Securities Commission" or "CVM", in Brazil) and their application in specific cases by CVM.

As the main objective of the aforementioned articles is to dictate the general rules of the public offering of shares (takeover bid), known as "OPA" in Brazil, this paper will seek to clarify its meaning according to the doctrine and jurisprudence, its applicable criteria, the vision of CVM on the subject, based on specific cases discussed in the applicable forum, with the aim of assisting scholars of law in understanding the articles mentioned above, as well as applying them on a day-to-day basis in corporate analyzes or in the structuring of corporate transactions.

For the development of this study, deductive and dialectical methodologies were used. Such division is necessary, since, in the first part of this study, I will evaluate, based on the doctrine, the concepts presented objectively in article 254-A of the Corporate Law, such as the concepts of "control", of "sale of control" and "public offering of shares" or "takeover bid".

Subsequently, I will start from the evaluation of the concepts mentioned above, based on the dialectical methodology, in order to assess the specific cases judged by CVM and how such concepts provided by law were then applied by jurisprudence in the following cases: (i) Usiminas (CVM Process RJ-2011-13706); (ii) Ipiranga / Copesul (CVM Process RJ 2007/7230); and CBD / Casino (CVM Process RJ 2005/4069).

From the analysis of specific cases, it will be possible to understand how to address the matter to the controllers of Brazilian companies when their equity interest is sold to third parties, with due application of the above articles, without violating the rights of minority shareholders.

Keywords: Public Offering of Shares; OPA; Control; Disposal of Control; Practical Analysis.

Sumário

1.	Introdução	9
2.	Principais Conceitos da Oferta Pública de Ações	14
2.1.	<i>Do Caput e do §1º do artigo 254-A da Lei das S.A.</i>	14
2.1.1.	<i>Dos Conceitos de “Controle” e de “Alienação de Controle”</i>	15
2.2.	<i>Dos Demais Parágrafos do Artigo 254-A da Lei das S.A.</i>	20
3.	Dos Critérios de Aplicabilidade da Oferta Pública de Ações	23
3.1.	<i>Da Titularidade do Poder de Controle</i>	23
3.2.	<i>Da Pessoa Diversa / Terceiros</i>	24
3.3.	<i>À título oneroso</i>	25
3.4.	<i>Não é uma Aquisição Originária</i>	27
4.	Da Oferta Pública de Ações no entendimento da CVM	28
4.1.	Caso Usiminas	28
4.2.	Caso COPESUL / IPIRANGA	32
4.3.	Caso CBD / CASSINO	34
5.	Considerações Finais	41
	Referências Bibliográficas	43
	Legislação	45

1. Introdução

O objetivo deste trabalho é abordar o entendimento da doutrina e da jurisprudência da CVM sobre a Oferta Pública de Ações, também conhecida como “OPA” ou “Tag Along” obrigatório, quando há alienação de controle de uma sociedade por ações de capital aberto no Brasil.

De início, a Oferta Pública por Ações aplicar-se-á quando há a alienação do controle de uma sociedade por ações de capital aberto no Brasil, cuja definição de “Controle” veremos mais a frente, em que há a entrada de um novo controlador em tal sociedade, de forma que o controle é passado a terceiros alheios à sociedade e aos acionistas minoritários.

Conforme abordaremos neste estudo, observados os critérios do artigo artigos 254-A da Lei das S.A., quando os acionistas controladores de uma sociedade por ações de capital aberto – com participação majoritária e poder de decisão frente ao conselho de administração e à assembleia de acionistas da sociedade – desejarem vender as ações de sua propriedade a terceiros, aplicar-se-ão os e 29, § 4º, da Instrução Normativa da CVM nº 361/2002.

Desta forma, os acionistas minoritários da sociedade terão os seus direitos resguardados e, portanto, a depender da sua escolha, conforme o rol apresentado em lei, deverão escolher entre receber um prêmio em virtude da venda ou a realizar a Oferta Pública de Ações.

Para iniciar as discussões sobre tais artigos e sobre a OPA, se faz necessário mencionar que, no direito brasileiro, o acionista controlador de uma sociedade possui um papel de relevância na sociedade se comparado com o acionista minoritário, uma vez que é ele quem assume os riscos da administração da sociedade e, portanto, é aquele que assume os deveres fiduciários correlatos, conforme previsto no parágrafo único do artigo 116 da Lei das S.A., conforme segue:

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.¹

No entanto, por mais que a posição do acionista majoritário seja considerada relevante dentro do quadro acionário de uma sociedade, a legislação brasileira também decidiu por resguardar o interesse dos sócios minoritários quando da elaboração do artigo 254-A da Lei das S.A. e da Instrução Normativa da CVM nº 361/2002, dado que estes não são obrigados a

¹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976. Diário Oficial da União, Brasília, v. 19/12/1976.

permanecer associados a um acionista alheio, não aderente aos seus negócios e / ou a sua estratégia corporativa.

Nesta seara, é necessário relembrar o artigo 5º, incisos XVII e XX, da Constituição Da República Federativa Do Brasil de 1988, também conhecida como “Carta Magna” ou “Constituição Federal” neste trabalho, tendo em vista que são neles onde estão previstos o direito de liberdade de associação e de não se manter associado, conforme segue:

Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

[...]

XVII - é plena a liberdade de associação para fins lícitos, vedada a de caráter paramilitar;

[...]

XX - ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado;²³
(g.n.)

Lembre-se que, para os estudiosos do direito societário constitucional, o direito de associação compreende:

*O direito de associação resume-se ao reconhecimento de que os particulares poderão explorar atividades econômicas, que são garantidas e limitadas tanto na CF/88 quanto em normas infraconstitucionais e autorregulatórias. Há, assim, uma perspectiva constitucional que deve ser considerada para regular os interesses dos agentes econômicos.*⁴

E, ainda, é importante mencionar que tal direito sempre deve ser sopesado com outros direitos constitucionais. No entanto, a máxima de que “ninguém será compelido a associar-se ou a permanecer associado” é recorrentemente lembrada e apontada em estudos do direito societário e corporativo.

Sendo assim, este estudo não é somente importante para os acionistas majoritários e / ou controladores de uma sociedade – mas também o é para o acionista minoritário, uma vez que é ele quem deverá avaliar se, do ponto de vista estratégico e financeiro, continuará ou não no quadro acionário da sociedade, observado o fato de que o “affectio societatis” pode vir a ser afetado a depender do caso concreto e da operação.

Vale lembrar que, para a doutrina brasileira, nas palavras do professor Erasmo Valladão e Marcelo Vieira Von Adamek, o conceito de “affectio societatis” já foi superado no direito

² BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal: Centro Gráfico, 1988

³ BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal: Centro Gráfico, 1988

⁴ BOTREL, Sérgio. Direito Societário Constitucional. São Paulo: Atlas, 2009

brasileiro pelo conceito de fim social. No entanto, se faz necessário mencionar no âmbito deste trabalho:

Ainda assim, no direito brasileiro, a noção de affectio societatis continua a ecoar na doutrina, que ora lhe reconhece o atributo de elemento constitutivo do contrato de sociedade, distinto do consentimento exigido para a celebração de qualquer contrato; ora a ela faz referência para diferenciar a sociedade de outros institutos; ora a ela se refere como elemento definidor da extensão dos deveres dos sócios e dado legitimador da transposição de soluções das sociedades de pessoas para as sociedades ditas de capitais.

Por fim, prevaleceu na doutrina e nos tribunais franceses o entendimento de que a affectio societatis seria “o desejo, a vontade, a intenção de colaboração voluntária e ativa, interessada e igualitária”. De acordo com esta visão, os caracteres voluntário e ativo serviriam para diferenciar a sociedade: (i) da indivisão, situação involuntária e de sujeição; e (ii) de diversos contratos com cláusula de participação nos lucros (mútuo, comissão ou mandato, seguro e certas combinações de venda do estabelecimento empresarial). Além disso, o caráter igualitário se prestaria a afastar, da sociedade, o liame de subordinação, que é da essência do contrato de trabalho e serve justamente para recusar a qualidade de sócio ao simples empregado comissionado.⁵ (g.n.)

No mais, nas palavras de Nelson Eizirik, a proteção dos minoritários é necessária em virtude do seguinte:

O direito de saída pode ser justificado pelo fato de que os minoritários, ao decidirem investir em determinada companhia aberta, levam em consideração a pessoa do controlador, isto é, quem efetivamente conduz os negócios sociais. É na figura do controlador que os acionistas minoritários depositam sua confiança e, sob esse aspecto, trata-se a verdadeira relação intuitu persnae. São as características pessoais do controlador que podem motivar a vinculação do investidor/acionista minoritário à companhia. Assim, é razoável que, na mudança de controle, os minoritários tenham o direito de saída, caso não concordem em permanecer associados a uma companhia com um novo acionista controlador.⁶ (g.n.)

Feitas as considerações acima, apresentaremos seguir a redação dos artigos a serem estudados neste trabalho:

Artigo 254-A da Lei das S.A.:

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

⁵ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Affectio Societatis: Um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. Disponível em: <file:///C:/Users/gpelliciari/Documents/PESSOAL/Affectio%20societatis%20-%20Um%20conceito%20jur%20ADdico%20superado%20no%20moderno%20direito%20societ%20C3%A1rio...pdf>

⁶ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume IV. 2ª Edição Rev. Amp. – artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 313

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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 4o O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 5o (VETADO) (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)⁷.

Artigo 29, §4º, da Instrução Normativa 361 da CVM:

Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.

§4o Para os efeitos desta instrução, 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 6.404/76. (g.n)

E, ainda, apresentaremos artigo de cuja relevância é indispensável para este trabalho, uma vez que estabelece o conceito de “Controle” no âmbito da legislação societária aplicável – Artigo 116 e seu parágrafo único da Lei das S.A.:

Art. 116. 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 assembléia-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.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

No que tange ao artigo 254-A, em especial, faremos uma avaliação dos critérios apresentados no corpo da sua redação no primeiro capítulo deste trabalho e, ainda, o

⁷ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976. Diário Oficial da União, Brasília, v. 19/12/1976

complementaremos com o previsto na doutrina e, posteriormente, em capítulo especial, sobre a sua aplicação nas decisões proferidas no âmbito administrativo (na CVM).

Realizada uma breve introdução, passa-se explicitar a importância do debate trazido por este trabalho, seguido de um breve detalhamento do conteúdo que será abordado em cada um dos capítulos subsequentes.

2. Principais Conceitos da Oferta Pública de Ações

Observada a redação dos artigos 254-A e 116 da Lei das S.A. e Artigo 29, §4º, da Instrução Normativa CVM nº 361, passaremos a avaliação aprofundada de cada artigo, com base na vontade do legislador, bem como com base no argumentado por doutrinadores e juristas brasileiros sobre o tema Oferta Pública de Ações e a Alienação de Controle de uma Sociedade.

2.1. Do Caput e do §1º do Artigo 254-A da Lei das S.A.

Para seguirmos com uma avaliação linear e didática, partiremos, em primeiro lugar, com a avaliação do *caput* e §1º do artigo 254-A da Lei das S.A. e, de forma complementar, com a análise do artigo 116 da Lei das S.A.

De acordo com o *caput* do artigo 254-A e com os seus critérios de aplicabilidade, conforme abordaremos no Capítulo 3 abaixo, caso o controle de uma sociedade seja alienado a terceiros, será necessário que o adquirente da participação societária do controlador também ofereça ao(s) acionista(s) minoritário(s), por meio da OPA, 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito à voto ao acionista controlador (e/ou participante do bloco de controle, conforme veremos em um dos casos concretos decididos pela CVM e avaliado neste trabalho).

Nesta linha, o parágrafo primeiro do artigo 254-A estabeleceu que tal alienação do controle de uma sociedade deve envolver a transferência de ações ou de direitos correlatos, observado que tais direitos devem ser, direta ou indiretamente, conversíveis em ações.

Sendo assim, a operação de venda do controle pode ser obtida por meio de operações societárias diversas, como por exemplo operações de fusões e aquisições, cessão de direitos sobre a participação societária, ou outros, desde que os referidos direitos concedam ao titular o direito de conversão em ações e participação societária no futuro e / ou mediante condição suspensiva ou resolutiva.

Outro ponto que merece destaque quando se avalia o *caput* do artigo 254-A da Lei das S.A. é que, para evitar que o acionista controlador faça manobras societárias para que o artigo não seja aplicado na sua íntegra e que a OPA não seja realizada, o início do *caput* do artigo 254-A já deixa expresso que tanto as operações societárias com alienação direta quanto aquelas com a alienação indireta do controle devem ser consideradas como fatos geradores de aplicação da Oferta Pública de Ações, conforme abordaremos no item 2.1.1. abaixo.

Ainda, do ponto de vista financeiro, a parte final do *caput* traz a informação de que o acionista minoritário terá o direito de no mínimo 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, conforme §4º ao artigo 254-A da Lei das S.A. e de acordo com o que avaliaremos no item 2.2 deste estudo.

Para o correto entendimento da aplicação do artigo 254-A, se faz importante lembrar que tanto o *caput* e parágrafo primeiro do artigo 254-A, bem como os artigos 116 da Lei das S.A. e § 4º do artigo 29 da INCVM 361, tratam sobre o conceito de “Controle” e de “Alienação de Controle”.

Em virtude disso, abordaremos no próximo tópico o conceito de cada um deles e o entendimento da doutrina societária sobre eles.

2.1.1. Dos Conceitos de “Controle” e de “Alienação de Controle”

Assim como abordado acima, para uma melhor interpretação do artigo 254-A, é importante debruçar sobre os conceitos de “Controle” e “Alienação de Controle”.

No que tange à definição de “Controle” no direito societário e quando se fala sobre as sociedades anônimas, normalmente se menciona sobre o *caput* artigo 116 da Lei das S.A., uma vez que é nele em que os principais conceitos e definição de “Controle” são definidos, conforme segue.

Art. 116. 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 assembléia-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 (g.n.)

Para fins de breve análise neste estudo, é necessário apontar que o “Controle” já foi entendido de diversas formas no Brasil. No entanto, de acordo com Rubens Requião⁹, o entendimento anterior de que o conceito de “Controle” se fundava na fórmula “metade mais um” e “metade menos um”, com o surgimento da sociedade moderna, isto não mais ocorre não é mais utilizada por estudiosos do direito societário.

Com relação ao conceito mais atual de “Controle”, o Diretor Relator da CVM, Marcelo Trindade, em decisão proferida no Processo CVM RJ01/10329, no caso da Aracruz Celulose

⁸ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976. Diário Oficial da União, Brasília, v. 19/12/1976

⁹ REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, vol.II, pp. 119/120

S.A. e Votorantim Celulose de Papel S.A., dividiu o conceito de “Controle” em três formas de controle de uma sociedade, de acordo com o o artigo 116 da Lei das S.A., conforme segue:

*Como se vê, a lei trata de três possibilidades de controle da sociedade: (i) o controle detido isoladamente por pessoa física ou jurídica, (ii) o detido por grupo de pessoas unidas por acordo de acionistas, e (iii) o exercido diretamente por um grupo de pessoas jurídicas, controladas por um controlador comum, que então controlará a sociedade indiretamente.*¹⁰ (g.n.)

Ainda, para o doutrinador Modesto Carvalhosa, o “Controle” pode ser atualmente entendido da seguinte forma:

“Controle societário pode ser entendido como poder de dirigir as atividades sociais. Essa noção tem um sentido material ou substancial e não apenas formal. Assim, o controle é o poder efetivo de direção dos negócios sociais. Não se trata de um poder potencial, aleatório, ocasional, circunstancial, simbólico ou diferido. [...]

É controlador aquele que exerce, efetivamente, o poder de comando da companhia, mediante o prevailecimento permanente dos votos nas assembleias gerais. [...]

*Controlar uma companhia, portanto, é poder autônomo de impor permanentemente a vontade nos atos sociais e, via de consequência, de dirigir autarquicamente o processo empresarial, que é o seu objeto.*¹¹ (g.n.)

Ainda, segundo o doutrinador Nelson Eizirik, o “Controle” é regido pela direção das atividades sociais da companhia, da seguinte forma: “A Lei das S.A. reconhece a existência do poder de controle acionário nas sociedades anônimas, **definindo-o não em função da titularidade da maioria do capital votante, mas em virtude do exercício da direção das atividades sociais**”¹² (g.n.)

E, ainda, o referido doutrinador listou os principais requisitos para que o exercício do Controle, conforme previsto no *caput* do artigo 116 da Lei das S.A.:

Nos termos do caput deste artigo, a caracterização do acionista controlador requer a observância cumulativa dos 3 (três) requisitos mencionados nas alíneas “a” e “b”: (i) a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral; (ii) o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (iii) o uso efetivo do poder de controle para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.¹³

E, por fim, deixou claro que o poder de controle de uma companhia não necessariamente está relacionado à participação nas ações votantes da companhia, conforme segue:

O legislador optou por não exigir a propriedade de percentual mínimo de ações votantes para caracterizar a figura do acionista controlador. Assim, deve ser

¹⁰ De forma breve, o objeto de discussão era sobre a necessidade de divulgação de fato relevante em virtude de operação societária envolvendo a Aracruz. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2001/10329. Diretor-Relator Marcelo F. Trindade, Rio de Janeiro, 19 de fevereiro de 2002. Pg. 4/5.

¹¹ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume: artigos 75 a 13. 6ª ed. Ver. e atual. São Paulo : Saraiva, 2014. Pg. 626.

¹² EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II. 2ª Edição Rev. Amp. – artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Pg. 223

¹³ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976. Diário Oficial da União, Brasília, v. 19/12/1976

*examinada cada situação em particular para que possa ser detectado quem é o titular do controle acionário.*¹⁴ (g.n.)

Neste mesmo sentido, os doutrinadores Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho também mencionam em sua obra “O Poder de Controle na Sociedade Anônima” o seguinte:

*É mister, no entanto, ressaltar que o controle, enquanto elemento unificador do grupo econômico de subordinação, não precisa manifestar-se, necessariamente, sob a forma de participação acionária em todas as sociedades controladas.*¹⁵

Sendo assim, de acordo o previsto no artigo 116 da Lei das S.A., na doutrina e na jurisprudência (conforme de forma mais detalhada no item 4 abaixo), os requisitos principais para que o Controle seja configurado em uma sociedade são:

- (i) Existência de uma ou mais pessoas vinculadas a um acordo de voto ou sob controle comum;
- (ii) Predominância do entendimento e do posicionamento do acionista controlador de forma permanente sobre certas matérias perante a assembleias de acionistas, salvo se houver a existência de veto em nome dos demais acionistas em acordo de acionistas ou outro;
- (iii) Existência do direito do acionista controlador de eleger a maioria dos administradores do Conselho de Administração, de maneira a usar o Controle para a gestão e administração da sociedade;
- (iv) Existência de direito a voto do controlador (de acordo com a legislação pátria, isso significa que o controlador deve possuir ações ordinárias e / ou outros títulos ou direitos que garantam o direito ao voto).

Por fim, no que tange ao conceito de “Controle”, é necessário relembrar que, de acordo com a doutrina mais moderna, o “Controle” (i) está relacionado ao poder de mando da companhia e direção dos seus negócios, de acordo com o objeto social; (ii) os requisitos apontados no artigo 116 da Lei das S.A. também deve estar presentes para que ele seja configurado; e (iii) não necessariamente o “Controle” está relacionado ao número e / ou quantidade de ações do capital social da companhia.

De forma complementar ao conceito de “Controle”, o parágrafo primeiro do artigo 254-A e o §4º do artigo 29 da INCVM 361 abordam o conceito de “Alienação de Controle”, conforme segue:

¹⁴ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II. 2ª Edição Rev. Amp. – artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Pgs. 223 e 225

¹⁵ COMPARATO, Fábio Conder; FILHO, Calixto Salomão. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014. Pg.38

§ 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)” (g.n.)

§4o Para os efeitos desta instrução, 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 6.404/76. ¹⁶(g.n)

De acordo com a doutrina, nas palavras de Roberta Nioac Prado, a Alienação de Controle deve constar em contrato e observar os requisitos previstos em lei (no Código Civil Brasileiro) para tanto:

Como regra geral, temos que o contrato de alienação de controle societário deve observar os requisitos jurídicos essenciais requeridos para a validade de qualquer outro ato jurídico previstos no art. 104 do atual Código Civil brasileiro, quais sejam: agente capaz, objeto lícito (possível ou determinável) e forma prescrita ou não defesa em lei.

Ademais, para que produza os efeitos legais, faz-se necessário observar os requisitos de validade determinados pela lei. Fundamentalmente o que aqui nos importa concerne à cláusulas que o mesmo deve conter – suspensiva ou resolutive – para o adquirente realizar oferta pública de aquisição dos acionistas minoritários nas mesmas condições contratadas com o controlador alienante. ¹⁷

E, ainda, para a configuração da “Alienação do Controle”, Roberta Nioac Prado entende o seguinte:

*Inicialmente, é de ressaltar que, para efeitos da aplicação do artigo 254-A da LSA, as expressões “alienação de controle” e “cessão onerosa de controle” têm o mesmo significado. **Embora o termo alienação seja amplo e abranja diversas modalidades contratuais, qualquer que seja a forma do contrato que opera a transferência do controle, sendo esta onerosa, há que se avaliar o cabimento ou não do dispositivo legal. [...]***

O substrato da norma legal é, pois a transferência onerosa do poder de controle.

Ocorrendo tal situação, compete à CVM a análise casuística da situação concreta que lhe foi submetida, a fim de obrigar ou não o adquirente do controle a estender aos acionistas minoritários no mínimo 80% do preço ofertado ao controlador.

*Em suma: é este um dos pontos principais que a CVM deve avaliar quando da análise casuística dos contratos que lhes são levados a conhecimento para sua posterior manifestação, **devendo identificar e fazer incidir o dispositivo legal que regula o fenômeno econômico da transferência voluntária onerosa do poder de dominação, sem ter em consideração a forma jurídica do negócio de alienação.** ¹⁸ (g.n.)*

¹⁶ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976. Diário Oficial da União, Brasília, v. 19/12/1976

¹⁷ PRADO, Roberta Nioac. Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005. Pgs 120 e 121.

¹⁸ PRADO, Roberta Nioac. Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005. Pgs 192e 193.

Ainda, como requisito de configuração de uma “Alienação de Controle”, nas palavras de Eduardo Secchi Munhoz:

O negócio de alienação de controle deve estruturar-se segundo o tipo previsto no artigo 254-A. A obrigação de formular oferta pública constitui condição legal da realização do negócio, apresentando-se como “elemento essencial do tipo ‘alienação de controle de companhia aberta’, pois é justamente ela que, em termos jurídicos, diferencia esse negócio da simples compra e venda de ações. [...]”

*Ainda, não se deve confundir o negócio de alienação de controle com uma simples compra e venda de ações, pois, juntamente com os títulos acionários adquiridos, alinha-se o poder de comandar as atividades da companhia, ou seja, o poder de controle, bem econômico distinto qualitativamente das ações de sua emissão.*¹⁹

No mais, de acordo com o doutrinador Nelson Eizirik:

Verifica-se, portanto, que o conceito “alienação de controle” abrange não apenas a venda direta do conjunto das ações que compõem o bloco de controle, mas também sua alienação indireta – que ocorre mediante a transferência do controle acionário de sociedade controladora de companhia aberta – e a alienação por etapas – aquela implementada por meio de uma sequência encadeada de operações ao longo de um período de tempo determinado.

*A alienação do controle acionário de uma companhia aberta tem por objeto não a simples cessão de um bloco de ações, mas a transferência do próprio poder de dominação sobre a atividade empresarial exercida pela sociedade. Isso significa que a alienação de controle não decorre exclusivamente da venda de valores mobiliários emitidos pela companhia, mas pressupõe também, e necessariamente, a modificação do titular do poder sobre os negócios da companhia.*²⁰

Além dos requisitos apresentados acima por Roberta Nioac Prado e Eduardo Secchi Munhoz, se faz importante apontar, ainda, que a alienação de controle normalmente é um ato aprovado tanto pela administração da companhia quanto pelo controlador, nas palavras dos doutrinadores Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, conforme segue²¹: “Normalmente, qualquer que seja a via seguida, o pressuposto é que a administração e, a fortiori, o controlador das sociedades em questão sejam favoráveis à operação e tomem as providências adequadas ao seu aperfeiçoamento”.

Sendo assim, além dos critérios para que se configure o “Controle”, como vimos acima, para que haja a alienação de controle e, conseqüentemente, a Oferta Pública de Ações seja obrigatória, será necessário que os seguintes critérios sejam observados;

- (i) Haja a transferência direta ou indireta das ações;

¹⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2013. Pgs 294 e 295

²⁰ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume IV. 2ª Edição Rev. Amp. – artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. PGS. 321 e 322

²¹ COMPARATO, Fábio Conder; FILHO, Calixto Salomão. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014. Pg.203.

- (ii) Tais ações devem fazer parte de um bloco de controle ou devem estar vinculadas a acordos de acionistas ou devem ser conversíveis em ações com direito a voto;
- (iii) A transferência também pode ser feita por meio de subscrição de ações ou de outros títulos correlatos de forma a transferir o controle acionário da sociedade;
- (iv) A alienação do controle pode resultar de uma operação ou um conjunto de operações;
- (v) A transferência deve resultar da venda por um ou mais acionistas participantes de um grupo de controle e a compra pode resultar de um terceiro ou de um grupo de terceiros representando o mesmo interesse.

Feita referência à Controle e Alienação de Controle, cuja pertinência é inafastável para avaliação da Oferta Pública de Ações, partiremos para uma avaliação breve dos demais parágrafos do artigo 254-A da Lei das S.A. Contudo, é necessário observar que a análise sobre os valores a serem apresentados ao acionista minoritário será feita em conjunto com a análise do parágrafo quarto do artigo 254-A.

2.2. Dos Demais Parágrafos do Artigo 254-A da Lei das S.A.

A partir das definições de “Controle” e de “Alienação de Controle”, seguiremos com a avaliação dos demais parágrafos previstos no artigo 254-A da Lei das S.A.

Inicialmente, é importante lembrar que o artigo 254-A da Lei das S.A. somente deve ser aplicado em caso de Oferta Pública de Ações de sociedades anônimas de capital aberto.

Sendo assim, quando da elaboração do referido artigo, o legislador decidiu que é de competência da Comissão de Valores Mobiliários do Brasil, acima definida como “CVM”, como órgão responsável para a avaliação, no âmbito administrativo, de questões relacionadas à aplicação do artigo 254-A da Lei das S.A., bem como a avaliação das condições da Oferta Pública de Ações.

Em virtude disso, de acordo com a redação do mencionado parágrafo, “*A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.*”²².

Além disso, em consonância com o previsto no parágrafo anterior, o legislador também definiu que é de competência da CVM estabelecer as normas sobre a Oferta Pública de Ações,

²² BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976. Diário Oficial da União, Brasília, v. 19/12/1976

vide § 3º do artigo 254-A: “*Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.*”²³.

Como por exemplo a regulação da CVM sobre o tema, podemos citar a própria Instrução Normativa 361 da CVM que é utilizada neste trabalho para fundamentar o conceito de “Alienação de Controle”. É nela onde o procedimento aplicável à Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhia Aberta é estabelecido, bem como o registro e o cancelamento da OPA, quando envolver uma permuta de valores mobiliários.

Assim sendo, diante da redação de tais parágrafos e com base na forma em que o mercado de capitais é formado no Brasil, pode-se afirmar que é coerente que a CVM, como parte integrante do órgão administrativo do mercado de capitais, também faça parte na elaboração da regulação da Oferta Pública de Ações quando sociedade anônimas de capital aberto estão envolvidas em uma alteração de controle.

Note-se, contudo, que a CVM não é responsável pela análise de oportunidade e conveniência da alienação do controle; tão somente é a responsável por verificar se os requisitos do artigo 254-A foram cumpridos em uma operação societária, conforme abordado por Nelson Eizirik:

*O poder da Comissão de Valores Mobiliários é vinculado, não lhe competindo examinar a oportunidade ou conveniência da alienação de controle, mas tão somente se foram cumpridos os requisitos legais e regulamentares para a realização da oferta pública, especialmente se está sendo assegurado aos titulares de ações com direito de voto o pagamento de preço, no mínimo, igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito de voto integrante do bloco de controle.*²⁴

Por fim, é importante observar que iremos fazer uma avaliação breve, mas conjunta, no que tange ao quarto e último parágrafo do artigo 254-A da Lei das S.A. e a segunda parte do *caput* do artigo 254-A.

Isto porque, são nesses locais onde são apresentadas as opções aos minoritários diante da ocorrência da Oferta Pública de Ações e a alteração do controle da sociedade. Sendo assim, diante da OPA, o acionista minoritário poderá escolher, a seu critério, entre:

- (i) vender a sua participação societária a terceiro, com o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago ao acionista controlador por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle (*caput*, artigo 254-A da Lei das S.A.); ou
- (ii) permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de

²³ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976. Diário Oficial da União, Brasília, v. 19/12/1976

²⁴ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume IV. 2ª Edição Rev. Amp. – artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. PGS. 321 e 322

controle (§4º do artigo 254-A da Lei das S.A.). Note-se que esse prêmio também é conhecido, no mercado, como “ágio” e/ou “prêmio de controle”.

Diante de tais opções, poderá, portanto, o acionista minoritário, a depender da sua vontade, decidir entre ficar ou não ficar na sociedade, lembrando que a parte comercial da venda deve observar minimamente os critérios estabelecidos na legislação aplicável. Como por exemplo, as partes não poderiam optar por uma porcentagem inferior a 80% (oitenta por cento), uma vez que, neste caso, é uma limitação cogente prevista em lei.

Neste sentido, somente o estatuto social poderia alterar a porcentagem de 80% (oitenta por cento) prevista em lei, mas, neste caso, para maior e nunca a menor. Este é o entendimento do Diretor-Relator Pedro Marcílio na época de proferimento de decisão do caso da alienação de controle da Companhia Brasileira de Distribuição, conforme segue:

*28. Analisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea "a") e o agir (alínea "b"), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém. Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. **Ele pretende conferir a possibilidade de uma "compensação" à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada. O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a "[a] alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta.** ²⁵ (g.n.)*

Desta forma, se observado o artigo 254-A e os seus critérios de aplicabilidade, conforme abordaremos no próximo capítulo deste trabalho, tanto o direito do acionista controlador como o direito do acionista minoritário estariam sendo resguardados e a Oferta Pública de Ações seria válida.

²⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2005/4069. Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Rio de Janeiro, 11 de abril de 2006. Pg. 4/6

3. Dos Critérios de Aplicabilidade da Oferta Pública de Ações

A seguir abordaremos quais são os critérios de aplicabilidade da OPA, de acordo com o entendimento da doutrina e, em capítulo apartado, da jurisprudência.

Conforme abordamos anteriormente, para que a Oferta Pública de Ações seja legalmente válida alguns critérios devem ser observados pelo acionista majoritário e/ou controlador de uma sociedade anônima de capital aberto.

Tais critérios estão previstos no artigo 254-A da Lei das S.A. e nos seus parágrafos, conforme verificamos no capítulo 2 deste estudo, bem como estabelecidos pela doutrina e jurisprudência, em especial a jurisprudência da CVM.

De acordo com o estudo realizado, verificamos que antes de estruturar uma venda de controle de uma sociedade à terceiro, o controlador deve realizar a Oferta Pública de Ações aos acionistas minoritários, de forma a garantir a estabilidade do quadro acionário.

Para tanto, os seguintes critérios deverão ser observados para que haja a correta incidência do artigo 254-A da Lei das S.A.: (i) deve haver a transferência da titularidade do poder de controle da sociedade; (ii) tal transferência deve ser para pessoa diversa (pode ser pessoa física ou jurídica) e alheia à sociedade; (iii) a alienação deve ser feita alienação à título oneroso; e (iv) a aquisição não deve ser uma aquisição originária.

Abaixo, iremos descrever de forma mais aprofundada cada requisito para que haja a Oferta Pública de Ações e qual o entendimento da doutrina sobre cada requisito. É importante deixar desde já estabelecido que a OPA somente será configurada se todos os requisitos forem observados, sendo que a não aplicação de algum deles, pode fazer com que os acionistas majoritários e minoritários entrem em conflito sobre a correta aplicação do artigo 254-A da Lei das S.A.

3.1. Da Titularidade do Poder de Controle

Conforme mencionado no âmbito no item 2.1.1. deste estudo, o termo “Controle” e o seu significado são imprescindíveis para o entendimento completo da Oferta Pública de Ações em virtude de alienação de controle de uma sociedade.

Isto porque, o próprio termo controle e a sua decorrência prática impactam a forma de estruturação e de constituição de uma sociedade. Assim como mencionado no item 2.1.1. deste estudo, o acionista controlador no Brasil é aquele responsável pela administração da sociedade e, por isso, possui responsabilidade fiduciária.

No entanto, o artigo 254-A da Lei das S.A. vem com o intuito de proteger o acionista minoritário no caso de alienação do controle de uma sociedade. Neste ponto, os artigos 29, §4º, da Instrução Normativa 361 da CVM e o 116 da Lei das S.A. complementam o entendimento do *caput* do artigo 254-A e seu parágrafo primeiro, cujo objeto é a definição de “Alienação de Controle”.

No que tange a este tópico como critério para que a Oferta Pública de Ações seja configurada, é necessário observar que este critério é imprescindível para tanto, uma vez que o previsto do artigo 254-A somente será exigido se a parte que estiver vendendo e / ou cedendo participação societária seja controladora da companhia de capital aberto.

Como esse assunto já foi demasiadamente abordado no Capítulo 2, item 2.1.1., deste trabalho, recomenda-se que o estudioso do tema analise o que está lá estabelecido para que haja o completo entendimento do significado da OPA no âmbito de alienação de controle de uma sociedade anônima de capital aberto.

3.2. Da Pessoa Diversa / Terceiros

Além do critério de alienação do controle de uma sociedade de capital aberto, outro requisito indispensável para que haja a configuração da Oferta Pública de Ações é que a venda ou a cessão de participação societária ou de direitos correlatos seja feita para terceiro.

O que isso significa na prática é que a venda deve ser feita para alguém que está fora do quadro social no momento da venda, ou seja, não pode fazer parte do bloco de controle da sociedade ou já ser seu acionista.

Neste sentido, o doutrinador Nelson Eizirik discorreu sobre a aplicação deste critério:

Assim, o disposto neste artigo somente pode ser aplicado caso os integrantes do bloco de controle cedam suas posições para terceiro e este assumam posição dominante na companhia, passando a exercer, em substituição do antigo controlador, o poder de conduzir as atividades sociais.

Ressalte-se, no entanto, que devem ser considerados terceiros não apenas aqueles que não mantinham qualquer relação com os antigos acionistas controladores, mas também aqueles que, apesar de eventualmente integrarem esse bloco, na hipótese de controle compartilhado, detinham posição minoritária.

Ou seja, também fica caracterizada a alienação de controle, para fins deste artigo, quando alguém que detinha uma participação minoritária adquire ações que lhe conferem uma posição de predominância no bloco, passando a exercer o domínio da atividade empresarial.²⁶

²⁶ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume IV. 2ª Edição Rev. Amp. – artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Pg. 323

Note-se que tal terceiro pode ser tanto pessoa física quanto jurídica, mas não deve ser parte de um acordo de voto ou de um bloco de controle, sendo assim, devem ser considerados novos controladores da empresa.

Isto porque, de acordo com a doutrina e jurisprudência (conforme veremos no item 3.4. abaixo), não se pode passar o controle para um acionista que já faça parte do grupo de controle da sociedade (bloco de controle), ou que já faça parte do quadro social da sociedade e/ou ações vinculadas à acordo de acionistas.

3.3. À título oneroso

No que tange ao critério “alienação à título oneroso” para que haja a Oferta Pública de Ações, é necessário observar que o artigo 254-A da Lei das S.A. somente será aplicado caso a transferência do controle seja onerosa.

Sendo assim, uma cessão de controle de forma gratuita, por exemplo, não traria ao direito minoritário de exercer o previsto no artigo 254-A, nem de receber o “ágio” ou o “prêmio de controle”. Na prática, podemos afirmar que tal cenário não é recorrente no mercado de compra e venda de empresas, motivo pelo qual não será abordado com profundidade neste trabalho.

Neste caso, considerando que a alienação é onerosa, ou seja, atrelada a um valor negociado pela compra do controle de uma sociedade anônima de capital aberto, o mínimo de 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto deverá ser observado pelo adquirente de participação societária quando da Oferta Pública de Ações ao acionista minoritário.

De acordo com Roberta Nioac Prado:

Temos assim que o “contrato particular de cessão de controle” para efeito de incidência do art. 254-A da LSA de 1976, deve ter caráter oneroso, pois na cessão gratuita não há preço a ser estendido aos minoritários e, portanto, não importa para efeitos deste livro. [...]

Portanto, é essencial que o acionista controlador alienante tenha recebido, pelo bloco que alienou, alguma remuneração; do contrário, não há o que ser estendido aos acionistas minoritários.²⁷ (g.n.)

Ainda, caso o acionista minoritário decida por ficar na sociedade, de acordo com o previsto no §4º do artigo 254-A da Lei das S.A., ele poderá receber o pagamento de um prêmio

²⁷ PRADO, Roberta Nioac. Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005. Pgs 192e 193.

equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

E, ainda, nas palavras de Nelson Eizirik, no que tange à competência da CVM na avaliação das operações de OPA de acordo com o artigo 254-A:

Nos casos de alienação direta, em que o novo controlador adquire ações de emissão da companhia aberta pertencentes ao antigo detentor do controle acionário, tal verificação, por parte da Comissão de Valores Mobiliários, é feita pela simples comparação entre o preço pago ao alienante, revelado no contrato celebrado entre as partes, e aquele que está sendo oferecido aos acionistas minoritários.

No entanto, na hipótese de alienação indireta, especialmente nos casos em que a sociedade alienada possui outros ativos além do controle da companhia aberta objeto da OPA, torna-se mais difícil determinar o valor de 80% (oitenta por cento) do preço pago por cada ação do bloco de controle. Ou seja, nessas situações, cumpre à Comissão de Valores Mobiliários determinar qual é a parcela do valor pago ao controlador indireto, no qual estão refletidos os diversos ativos por ele possuídos, que corresponde à companhia aberta cujo controle é alienado.²⁸

Neste sentido, de forma breve e exemplificativa, vale apontar a existência de um caso recente em que a CVM entendeu que o valor pago no âmbito da Oferta Pública de Ações e no caso concreto deveria ser calculado com o acréscimo de eventuais sinergias no cálculo do EBITDA.

Este foi o processo administrativo de nº 19957.005411/2019-39, também conhecido como “Caso Tronox” no mercado, caso em que foi discutido o preço de aquisição para fins de cálculo do bônus dos acionistas minoritários decorrente do artigo 254-A. No entendimento do Diretor-Relator do caso, Marcelo Barbosa, em 01 de setembro de 2021:

Diante disso, entendo que essa quantia adicional deve ser incorporada ao preço atribuído à Cristal no âmbito da Transação e que seus impactos devem ser devidamente refletidos na DJP – inclusive em relação ao valor do caixa da Cristal para cálculo do valor empresarial da companhia, se aplicável. [...]

Por todo o exposto, acompanho integralmente as conclusões da SER e proponho que a decisão pelo indeferimento do registro da Oferta seja reformada e sua análise retomada, desde que a Ofertante reapresente sua DJP: (i) desconsiderando na projeção de EBITDA da Cristal as sinergias esperadas com a Transação; e (iii) considerando, no preço pago pela Cristal, o valor do pagamento adicional realizado pela Tronox à Vendedora em setembro de 2019.²⁹

²⁸ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume IV. 2ª Edição Rev. Amp. – artigos 206 a 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Pgs. 332 e 333

²⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo CVM 019957.005411/2019-39. Diretor Gustavo Machado Gonzalez, São Paulo, 23 de fevereiro de 2021. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0002/4788-0.pdf>> Acesso em: 27 de junho de 2021 Caso Tronox

3.4. Não é uma Aquisição Originária

Por fim, além dos três critérios acima mencionados, aqui lembrando que a transferência do controle deve ser feita à título oneroso, de forma a transferir o controle para terceiro, alheio à sociedade, a transferência do controle não deve ser oriunda de uma aquisição originária.

Na prática, isso significa que: (i) somente se aliena o que já se tem anteriormente; (ii) com base nas discussões societárias a serem apresentadas no próximo capítulo, o controle não deve ser transferido dentro de uma estrutura societária já existente; e (iii) a alienação do controle pode ser feita em etapas.

De acordo com o doutrinador Eduardo Secchi Munhoz:

O negócio não se realiza por um único ato, mas obedece a um “procedimento vinculado ou formal, de forma sucessiva”, característica que fica bem destacada na modalidade alienação de controle por etapas, expressamente prevista no art. 29, §4º, da Instrução CVM nº 361/2002: “entende-se por alienação de controle a operação ou conjunto de operações.”³⁰

Em virtude do acima exposto, conforme abordaremos ao longo do próximo capítulo, algumas operações societárias foram questionadas em âmbito administrativo e, por isso, foram avaliadas pela CVM.

Na maior parte delas, seus acionistas questionaram a correta interpretação do artigo 254-A da Lei das S.A. com questionamentos sobre a necessidade de incidência ou não da Oferta Pública de Ações, e, em outras, questões correlatas a sua aplicação.

³⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2013. Pgs 294 e 295

4. Da Oferta Pública de Ações no entendimento da CVM

Com relação aos casos concretos escolhidos para este estudo, descreveremos abaixo o histórico do caso; breve descritivo das operações societárias; e apresentaremos qual foi a decisão da CVM adotada no caso concreto. Note-se que, em cada avaliação, iremos apontar se os critérios mencionados acima neste trabalho foram observados e/ou comentados pelos diretores da CVM.

4.1. Caso Usiminas

(i) **Processo CVM:** RJ-2011-13706³¹

(ii) **Partes / Partes Interessadas:** Companhia Siderúrgica Nacional (“CSN”); CSN Cimentos S.A. (“CSN Cimentos”); DIPLIC – Fundo de Investimento Multimercado (“DIPLIC”); Caixa de Empregados da Usiminas (“CEU”); Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. (“Usiminas”); Grupo T/T, composto pela Confab Industrial S.A., Prosid Investments S.C.A., Siderar S.A.I.C. e Ternium Investments S.ár.1 (“Grupo T/T”); Nippon Steel Corporation, participante ao Grupo Nippon, formado por ela e pelas empresas Metal One Corporation, Mitsubishi Corporation do Brasil e Nippon Usiminas Co. (“Grupo Nippon”); e Grupo V/C composto pela VBC Energia S.A. e Votorantim Industrial S.A. (“Grupo V/C”).

(iii) **Documentos Avaliados:**

- a. Voto proferido pelo Diretor-Relator Gustavo Borba no âmbito do Processo Administrativo CVM Nº 19957.000115/2017-80;
- b. Decisão do Colegiado de 24/10/2017;
- c. Análise de eventual incidência de OPA por alienação de controle de Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. emitido pela Gerência de Registros I (por Ricardo Maia da Silva)
- d. Fato Relevante da Usiminas da Usiminas de 28/11/2011
- e. Fato Relevante da Usiminas de 17/01/2012

(iv) **Histórico:** Os acionistas minoritários da Usiminas, CSN Cimentos e DIPLIC (“Acionistas Minoritários”) pediram à Comissão de Valores Mobiliários que a operação de compra e venda de ações da Usiminas fosse avaliada sob a égide do artigo 254-A da Lei das S.A. (“Operação”).

³¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2011/13706. Diretor-Relator Gustavo Borba, Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2017.

A Operação envolveu a compra e venda de participação societária da Usiminas de acordo com as etapas a seguir:

a. Primeira Etapa:

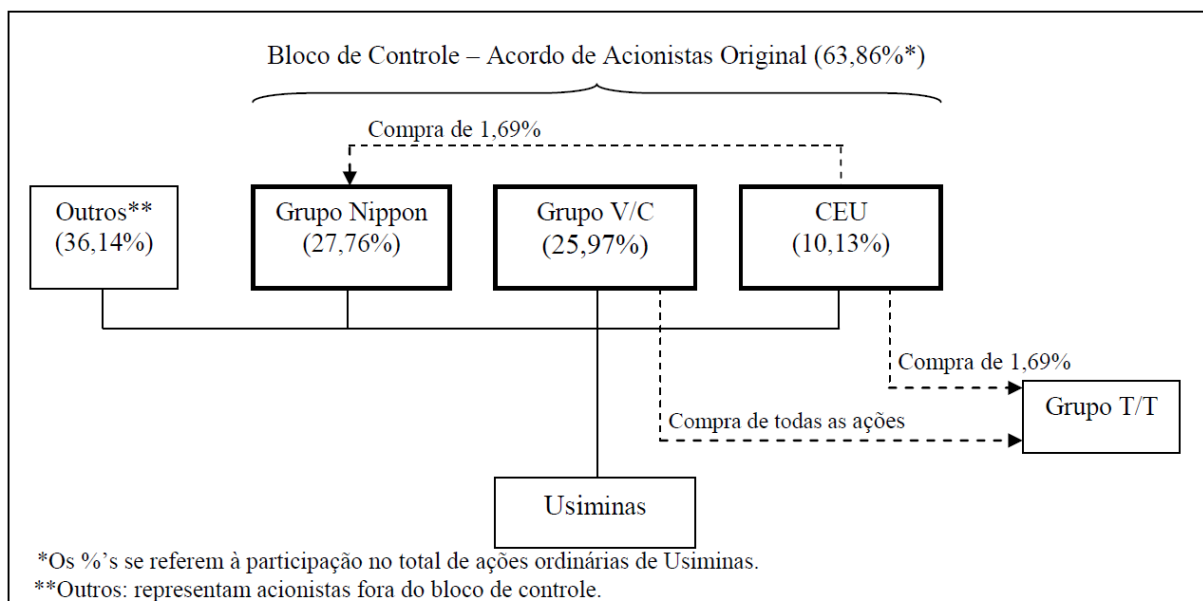
- i.** A Nippon comprou 1,69% das ações ordinárias da Usiminas da CEU;
- ii.** O Grupo T/T, terceiro alheio até então na Usiminas, comprou 25,97% das ações ordinárias do Grupo V/C;
- iii.** O Grupo T/T comprou 1,69% das ações ordinárias da CEU.

b. Segunda Etapa:

- i.** Assinatura de um novo Acordo de Acionistas entre as empresas do bloco de controle da Usiminas (“Novo Acordo de Acionistas”);
- ii.** CEU permaneceu no bloco de controle com 6,75% e assinou o Novo Acordo de Acionistas.

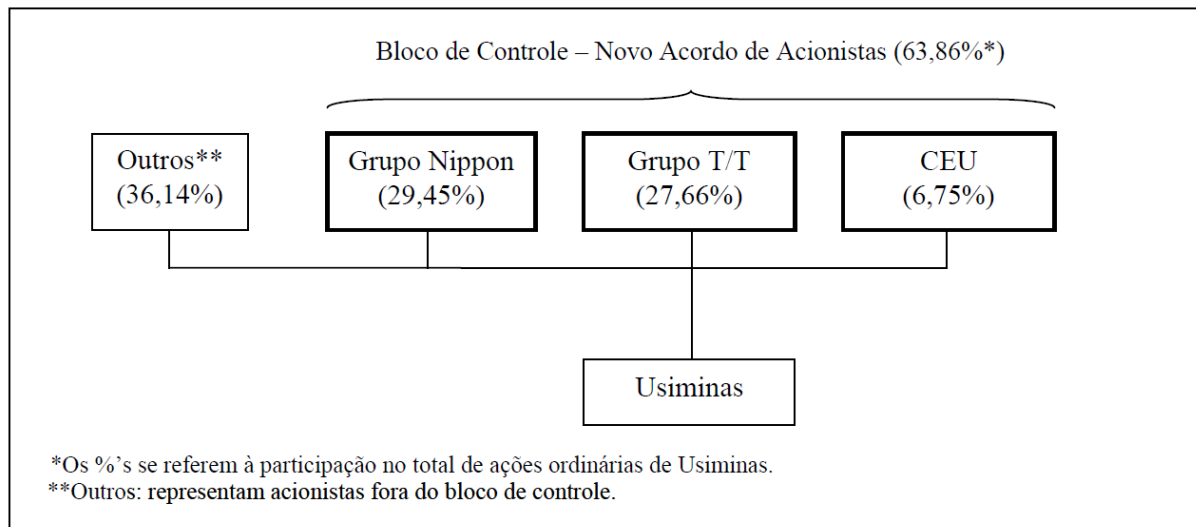
As imagens abaixo e que foram apresentadas em forma de diagrama no memorando emitido pela gerência de registros da CVM em 02/02/2012 ³² nos auxiliam no entendimento do quadro societário da empresa antes e depois da Operação:

c. Cenário Pré-Operação:



³² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2011/13706. Diretor-Relator Gustavo Borba, Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2017. Vide: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2012/20120330-1-analise-OPA-ALI-Usiminas.pdf>

d. Cenário Pós Operação:



Em virtude da Operação, o Grupo T/T passou a fazer parte do bloco de controle da Usiminas, detendo 27,66% das ações ordinárias da Usiminas e 43,31% das ações vinculadas ao Novo Acordo de Acionistas.

No entendimento dos Acionistas Minoritários, a compra e venda de participação societária que resultou na compra de ações ordinárias da CEU e do Grupo V/C pelo Grupo T/T teria alterado o bloco de controle da Usiminas. Em virtude disso, a Operação teria gerado uma alienação de controle da Usiminas, razão pela qual o artigo 254-A deveria ter sido aplicado pelas partes da Operação.

Para os Acionistas Minoritários, “o que teria ocorrido – de forma “velada” – seria a efetiva alienação do controle da Companhia, [...], para o Grupo T/T, por meio de um conjunto de operações com o desígnio de dissimular a alienação de controle da Usiminas.”³³.

Outros assuntos também foram discutidos neste processo, mas não serão objeto de estudo neste trabalho, uma vez que não necessariamente fazem parte da aplicação do artigo 254-A da Lei das S.A. (como por exemplo, questões relacionadas à governança corporativa da Usiminas e o Novo Acordo de Acionistas).

Diferentemente, no ponto de vista da Usiminas, a Operação não levaria a aplicação do artigo 254-A da Lei das S.A., uma vez que não teria tido uma alienação de controle da companhia, mas sim uma substituição no seu bloco de controle, sendo que, na época, este também teria sido o parecer emitido pelo doutrinador Nelson Eizirik.

No entanto, esse não foi o entendimento da CVM no caso concreto.

³³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2011/13706. Diretor-Relator Gustavo Borba, Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2017.

No memorando apresentado pela Gerência de Registros I da CVM foi mencionado que o artigo 254-A somente deve ser aplicado no caso de alienação direta ou indireta de bloco de controle de companhia aberta; o disposto nos artigos 116 e 254-A já havia sido discutido em outro processo da CVM (alienação de controle da Companhia Brasileira de Distribuição – CBD); foi lembrado que o artigo 254-A tem como intuito compensar à quebra da estabilidade do quadro acionário e que a alienação de controle possui requisitos determinantes; dentre outros.

Mesmo tendo ocorrido uma alienação de ações do bloco de controle da Usiminas, foi argumentado que tal alienação não teria alterado em si o controle da companhia e que o Novo Acordo de Acionistas não teria alterado a “essência” da governança da Usiminas. Como decorrência, o memorando da Gerência de Registros I da CVM foi um posicionamento contra a aplicação do artigo 254-A da Lei das S.A. e com pedido de arquivamento do processo (“Memorando CVM”).

Neste mesmo sentido também decidiu o Diretor-Relator do Caso Usiminas, Gustavo Borba, em recurso apresentado pelos Acionistas Minoritários em 03/01/2017, relacionado a uma reclamação também feita pelos Acionistas Minoritários em 10/11/2014 com relação ao Memorando CVM, acima explorado.

De acordo com a decisão por ele proferida, foi decidido pela não aplicação do artigo 254-A, uma vez que não se foi verificada a alteração de controle de forma clara.

Dessa forma, votou a favor da improcedência do pedido feito pelos Acionistas Minoritários da Usiminas e pela manutenção do entendimento da área técnica (conforme Memorando CVM), conforme segue³⁴:

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, [...]

E, ainda,

Nesse sentido, registre-se ainda que, conforme precedentes da CVM [35], a mera troca de um dos membros do bloco não configuraria, via de regra, hipótese de alteração de controle para fins de realização de Oferta Pública de Ações (254-A da LSA)[36].

E, por fim, no mesmo sentido do Memorando CVM:

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,

³⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2011/13706. Diretor-Relator Gustavo Borba, Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2017. Pg. 9/13 Vide: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2017/20171024/0547.pdf>

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..

4.2. Caso COPESUL / IPIRANGA

(i) **Processo CVM:** RJ-2007-7230

(ii) **Partes / Partes Interessadas:** Jardim Botânico Focus Fundo de Investimento em Ações, Companhia Petroquímica do Sul (“COPESUL”), Braskem S.A. (“Braskem”), Ultrapar Participações S.A. (“Ultrapar”), Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. (“RPI”); Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. (“DPPI”); Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobrás”); Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (“CBPI”); Ipiranga Química S.A. (“ICQ”); Ipiranga Petroquímica S.A. (“IPQ”) e 16 acionistas minoritários da COPESUL (“Recorrentes”).

(iii) **Documentos Avaliados:**

a. Voto do Relator (Diretor Eli Loria) datado de 11/07/2007 em face do Recurso contra decisão SRE – Aplicabilidade do Artigo 254-A da lei nº 6.404/76 em caso de ações vinculadas por acordo de acionistas.

b. Fato Relevante da Braskem datado de 13/08/2007

(iv) **Histórico:** De acordo com o relatório do caso, apresentado em sede de recurso na CVM³⁵, a operação de compra e venda das ações da COPESUL levou em consideração os fatos apresentados a seguir.

A COPESUL é uma sociedade anônima de capital aberto e seu controle foi compartilhado entre a Braskem e IPQ antes de 18/03/2007, na proporção de 29,5% do capital social votante da companhia, de acordo com o Acordo de Acionistas da COPESUL, datado de 25/08/1992.

Em março de 18 de março de 2007, um contrato de compra e venda de ações foi celebrado entre a Ultrapar, na posição de compradora, e os acionistas controladores da RPI e da DPPI, na posição de vendedores, com a interveniência anuência da Petrobrás e Braskem (“Operação COPESUL”). O principal motivo pelo qual tal Operação COPESUL foi firmada pelas partes foi a aquisição de petroquímicos e ativos da Petrobrás.

No contrato de compra e vendas de ações da Operação COPESUL, a Ultrapar adquiriu a totalidade das ações detidas pelos acionistas controladores na RPI, DPPI e na CBPI na COPESUL; de forma a Braskem passou a controlar a COPESUL de forma isolada.

³⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2007/7230. Diretor-Relator Eli Loria, Rio de Janeiro, 11 de julho de 2007. Pg. 1/3

Em virtude da Operação COPESUL, Braskem, Ultrapar e Petrobrás destacaram que a COPESUL já era controlada pela Braskem na época da Operação COPESUL, e, por isso, tal operação não estaria sujeita ao previsto no artigo 254-A da Lei das S.A. Ainda, a Braskem protocolou pedido de registro de OPA para cancelamento de registro da COPESUL.

Na época, tais partes argumentaram que a Braskem não poderia ser considerada como terceiro alheio à sociedade, uma vez que já compartilhava o controle com a IPQ antes da Operação COPESUL.

No entanto, os Recorrentes entenderam de forma diferente dos controladores da companhia, sendo que entraram com um processo administrativo na CVM em virtude da Operação COPESUL argumentando que o artigo 254-A era aplicável ao caso e que a Oferta Pública de Ações deveria ser realizada.

No mais, os Recorrentes argumentaram que: (i) a BRASKEM se enquadrava em todos os requisitos aos quais a caracterizariam como uma acionista controladora, de acordo com o previsto no artigo 116 da Lei das S.A.; (ii) a Braskem possuía poder compartilhado antes da Operação COPESUL e, por isso, não tomava decisões de forma individual; (iii) em virtude da Operação COPESUL, houve uma consolidação do controle nas mãos da Braskem.

No entanto, ao avaliar o pedido dos Recorrentes, a SRE entendeu que “*a tese de consolidação ou concentração de controle nas mãos daquele controlador que, de fato, já o exercia, ainda que em conjunto e, principalmente, em condições rigorosamente iguais com outra sociedade*”³⁶.

Sendo assim, a SRE concluiu que a aquisição de ações de COPESUL não ensejaria a necessidade de realização de uma Oferta Pública de Ações, nos termos do art. 254-A da Lei nº 6.404/76.467

Diante do entendimento proferido pela SRE, a qual se manifestou contra o posicionamento dos Acionistas Minoritários, os Acionistas Minoritários recorreram em sede do processo administrativo na CVM.

Contudo, o Diretor Relator Eli Loria negou provimento ao recurso em 11/07/2007 e decidiu pela manutenção da decisão da SRE:

BRASKEM, ULTRAPAR e PETROBRAS destacaram que a COPESUL já era controlada por BRASKEM e IPQ, detendo cada uma 29,46% do seu capital votante e total, por acordo de acionistas de 25/8/92, e, assim, uma vez que a BRASKEM já

³⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2007/7230. Diretor-Relator Eli Loria, Rio de Janeiro, 11 de julho de 2007. Pg. 1/3
Vide: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5533-0.pdf>

*deteria o controle compartilhado da COPESUL, não existiria a obrigatoriedade de realização da OPA referida no art. 254-A da Lei nº 6.404/76.*³⁷ (g.n.)

Isto porque, conforme decisão proferida anteriormente pela SRE, o controle já era exercido pela BRASKEM, motivo pelo qual não se aplicaria o artigo 254-A da Lei das S.A.:

*[...] ora sob exame, não enseja a realização de oferta pública nos termos do art. 254-A da Lei nº 6.404/76, por caracterizar-se como consolidação do controle nas mãos do controlador BRASKEM, que, de fato, já exercia o controle em conjunto e em condições igualitárias com a IPQ.*³⁸

Ainda, afirmou o seguinte no que tange aos critérios para aplicação do artigo 254-A da Lei das S.A, conforme transcrição abaixo:

Destarte, para que ocorra a alienação do controle, necessário que haja mudança na titularidade do poder de controle, sendo fundamental, portanto, a presença de novo controlador. Tal questão ganha ainda mais perspectiva se verificarmos que o próprio fundamento da OPA, a sua razão de ser, está no resguardo do direito dos acionistas não controladores de se retirarem de uma companhia que, uma vez controlada por pessoa diversa da que o fazia antes, já não representa seus interesses.” (g.n)

*“Assim, as características da alienação do controle acionário que obrigam a realização de oferta pública são duas: (i) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa diversa do anterior detentor do controle e (ii) que a transferência de ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, com ônus e bônus tanto para o alienante quanto para o adquirente.”*³⁹ (g.n.)

Diante do acima exposto, foi entendido, portanto, que a concentração do poder em um acionista que já fazia parte do grupo de controle acionário não geraria direito aos Recorrentes a exigirem a aplicação do artigo 254-A, uma vez que não houve a alienação de controle acionário.

4.3. Caso CBD / CASSINO

(i) **Processo CVM:** RJ 2005 / 4069

(ii) **Partes / Partes Interessadas:** Abílio dos Santos Diniz ("AD"), Ana Maria Falleiros dos Santos Diniz D'Avila, Adriana Falleiros dos Santos Diniz, João Paulo Falleiros dos Santos Diniz, Pedro Paulo Falleiros dos Santos Diniz e Península Participações Ltda. (“Península” ou “Holding Familiar”) (em conjunto com AD, "Vendedores"); Companhia Brasileira de

³⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2007/7230. Diretor-Relator Eli Loria, Rio de Janeiro, 11 de julho de 2007. Pg. 1/3

³⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2007/7230. Diretor-Relator Eli Loria, Rio de Janeiro, 11 de julho de 2007. Pg. 1/3

³⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2007/7230. Diretor-Relator Eli Loria, Rio de Janeiro, 11 de julho de 2007. Pg. 2/3

Distribuição (“CBD” ou “Recorrente”), Cassino Guichard Perrachon S.A. (“Comprador”); Pão de Açúcar S.A. Indústria e Comércio (“PAIC”); Valentin dos Santos Diniz, pai de AD, (“Pai”); Lucília Maria Diniz Gallo, irmã de AD, (“Irmã”); Nova Península S.A. (“Holding AD”); a Vieri Participações S.A. (“Controlador Direto”)

(iii) Documentos Avaliados: Decisão proferida pelo Diretor-Relator Pedro Marcílio em processo RJ 2005/4069 da CVM em 11 de abril de 2006.

(iv) Histórico: em 03/05/2005, os Vendedores e o Comprador celebraram um contrato de estabelecimento de uma Joint Venture (“Acordo de Associação”). Em virtude disso, a SRE determinou que houvesse a realização de Oferta Pública de Ações por alienação de controle.

De acordo com os fatos relatados no relatório do processo RJ 2005 / 4069, antes da entrada do Comprador na CDB em 1999, AD e sua família detinham grande parcela das Ações Ordinárias da CBD (“ON”) que estavam alocadas em duas holdings diferentes: PAIC e Península, com 78,47% e 14,71% Ações Ordinárias em cada.

Ainda, o capital social da PAIC era dividido entre AD (24,82%), Holding Familiar (27,17%), Pai (34,93%), e “Irmã” (13,07%). Já, a Holding Familiar tinha seu capital social dividido entre AD, seus filhos e esposa, com usufruto dessas ações concedido ao AD.

AD e Península deram em usufruto para a Holding AD parte das ações por eles detidas na PAIC, sendo a Holding AD nova sociedade em que o capital social era dividido entre AD, na proporção de 52%, e a Holding Familiar, na proporção de 48%.

Em virtude da cessão via usufruto, AD se tornou titular / usufrutuário de mais de 55,5% das ações com direito a voto da CBD (“Ações AD”). No mais, AD era titular direto de 0,5% das ON, o Pai de 4,49% e a Irmã de 1,76%.

Após o fechamento das operações acima mencionadas em 1999, o Comprador se tornou titular de 30,53% das ON e 21,39% das ações preferenciais (“PN”) sem direito a voto da CBD. Ainda, o Comprador e os controladores da CBD, na época, celebraram acordo de acionistas. Desta forma, a PAIC permaneceu com 60,39% das ON da CBD, a Holding Familiar com 10,18% das ON, AD com 0,39% das ON, Pai com 3,59% das ON e a Irmã com 1,41% das ON.

Em 2004, o Pai e a Irmã realizaram a permuta da totalidade das suas ações na PAIC de ON e PN na CBD. Posteriormente, as ON do Pai e da Irmã foram convertidas em PN, remanescendo a Irmã com apenas 2,8% das ON da CBD. Sendo assim, AD se tornou titular / usufrutuário da totalidade das ações da CBD detidas por PAIC.

Ainda, em 2005, houve uma reorganização societária em que a maioria das ON da CBD, de propriedade dos Vendedores, foram agrupadas em uma nova sociedade holding, neste resumo denominada “Controlador Direto”. Em decorrência de tal reorganização, o Controlador

Direto se tornou titular de 61,19% das ações com direito a voto da CBD, o Comprador de 30,53%, AD, por intermédio da Holding Familiar, de 5,38% e a Irmã de 2,8%.

Em virtude da operação, AD se tornou titular / usufrutuário da totalidade do capital social do Controlador Direto, sendo assim, com mais de 61,19% do capital social da CBD, cujo capital votante passou a ser 66,57%.

Quando estabelecido, o Acordo de Associação definiu a capitalização do Controlador Direto por AD, que também manteria uma participação direta nas suas ações ordinárias. Por sua vez, o Comprador capitalizaria o Controlador Direto com 2.200.000.000 dessas ações ordinárias (ou 4,4% delas). Encerrando tais capitalizações, AD se tornaria titular da totalidade de 100% das ações ordinárias do Controlador Direto e as ações preferenciais seriam distribuídas entre AD e o Comprador. Em decorrência da capitalização, o Comprador teria uma participação direta na CBD de 26,12% das ON e 21,40% das PN. Por sua vez, AD teria uma participação indireta de 2,8%.

Ainda, o Acordo de Associação estabeleceu a compra pelo Comprador de 50% das ações ordinárias e 100% das ações preferenciais do Controlador Direto detidas por AD. Após essa primeira fase de compra pelo Comprador, AD ficaria com 50% das ações com direito a voto do Controlador Direto (com 31,15% do capital total do Controlador Diretor) e o Comprador 50% das ações com direito a voto e 100% das ações sem direito a voto (com 68,85% do capital social total do Controlador Direto).

Ademais, foram negociadas duas opções de compra em nome do Comprador: (a) a primeira, referente a 2.800.000.000 ações ordinárias do AD não capitalizada no Controlador Direto e (b) a segunda, referente a 1 ação ordinária do Controlador Direto em nome do AD ("Opção de Compra Mudança de Controle"). Além da Opção de Compra Mudança de Controle, também foi negociada uma opção de venda das demais ações ordinárias do Controlador Direto de titularidade do AD para o Comprador.

Após a consolidação do Acordo de Associação, o Comprador e AD passaram a tomar decisões igualitárias no que tange às decisões societárias, observado que AD teria o poder de decidir, no caso de impasse.

Em virtude das operações realizadas em virtude do Acordo de Associação, em conjunto com a Opção de Compra Mudança de Controle geraram um questionamento perante a CVM sobre a aplicabilidade do artigo 254-A da Lei das S.A., artigo este estudado neste trabalho.

Observados os fatos acima expostos, foi apresentado um recurso pela CBD argumentando, de forma resumida, que o artigo 254-A não seria aplicável a este caso, com base nos seguintes argumentos:

(i) para o art. 254-A, só "**aliena o controle aquele ou aqueles que possuem a qualidade de acionista controlador**. Assim, sendo (i) titular de direito de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores, e (ii) fazendo uso, efetivamente, de seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhias (nos termos estabelecidos no artigo 116 da Lei das S.A.), o acionista controlador deve, por meio da alienação de valores mobiliários com direito a voto, transferir os poderes descritos nos itens (i) e (ii) acima";

(ii) "[t]al transferência, porém, para que se verifique a alienação de controle de que tratam os artigos 254-A da Lei das S.A. e 29 da Instrução CVM 361/02, deve se dar para um terceiro ou grupo de terceiros representando um mesmo interesse, o qual passará a partir de então, a exercer o poder de controle da companhia";

(iii) **não houve alteração do controle**, "porque [AD] não pode ser caracterizado, isoladamente, como único acionista controlador [da Recorrente], vez que o controle da Companhia vem sendo compartilhado por [AD] e [o Comprador] muito antes da assinatura do Acordo de Associação. Em segundo lugar, e conseqüentemente, porque [o Comprador] não pode ser caracterizado como um 'terceiro'; e por fim, mas não menos importante, porque [o Comprador], seja na qualidade de integrante do bloco de controle, ou na qualidade de terceiro, não adquiriu poderes de comando para, isoladamente, exercer o controle [da Recorrente], que autorizem afirmar que a operação configurou efetiva alienação do controle [da Recorrente]";

(iv) "[a] criação de uma sociedade holding (a Empresa Holding Indicada no Fato Relevante) não afeta o poder de controle [da Recorrente], nem implica em sua transferência, consolidando-se nessa mesma holding a titularidade do poder de controle, tal como contemplado no Acordo de Associação";

(v) "[d]ito isso, não se pode afirmar que [AD] 'alienou' o controle [da Recorrente ao Comprador], e nem que este, por outro lado, 'adquiriu' tal controle. O que acontecerá com a implementação das medidas contempladas no Acordo de Associação será a consolidação do compartilhamento do controle [da Recorrente] entre [o Comprador] e [AD], já existente";

(vi) **quanto à Opção de Compra de Mudança de Controle, afirmou a Recorrente que "[o Comprador] adquirirá o direito de, após 8 (oito) anos da celebração do Acordo de Associação, poder tornar-se titular de mais de 50% das ações da Empresa Holding, havendo, a partir daí, uma alteração no equilíbrio acionário entre os dois controladores indiretos [da Recorrente]"** (grifos constantes do original);

(vii) "[t]odavia, o fato de podermos vislumbrar a possibilidade de alteração, em futuro mínimo de 8 (oito) anos, no bloco de controle [da Recorrente], não nos assegura que tal fato ocorrerá, efetivamente, no futuro; muito menos que já estaria concretizada (tal alteração) hoje, no presente, pela mera assinatura de documento que estabelece a outorga de um direito, que para seu exercício, requer o acontecimento de determinada condição"; e (viii) o art. 254-A não prevê a "noção de transferência de controle potencial" e exige terceiro comprador (o Comprador não poderia ser considerado terceiro, pois já faria parte do bloco de controle).⁴⁰ (g.n)

⁴⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2005/4069. Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Rio de Janeiro, 11 de abril de 2006. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf>> Acesso em: 06 de dezembro de 2020. Caso CBD

Não obstante os argumentos apresentados pela CBD, o voto proferido pelo Diretor-Relator Pedro Marcílio na sua decisão sobre o recurso⁴¹ foi contra os argumentos da CBD e a manutenção do posicionamento da SRE – ou seja, manter a aplicação do artigo 254-A.

Sendo assim, o Diretor-Relator Pedro Marcílio o seguinte: “*parece-me correta a decisão da Área Técnica, devendo o Comprador realizar a oferta pública para aquisição de ações com direito a voto da Recorrente, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76.*”⁴².

Ainda, se manifestou de forma específica sobre o artigo 254-A da Lei das S.A., conforme segue:

Para decidir esse recurso, gostaria de me fixar em três pontos do art. 254-A. São eles: (i) inexistência de referência a "acionista controlador", (ii) a restrição da definição de "alienação de controle" à transferência de valores mobiliários, e (iii) a menção à transferência "de forma direta ou indireta. [...]

Começo pelas conseqüências da inexistência de menção a "acionista controlador". Como se vê do art. 254-A, fala-se apenas em "alienação do controle", mas não se menciona o "acionista controlador" ou se faz referência ao art. 116. O que quer a lei com essa omissão aparente? Ela faz sentido? Essa omissão faz com que a disciplina da oferta pública do art. 254-A afaste-se da disciplina para a responsabilização do "acionista controlador"? Há justificativa para que a regra do art. 116 e 117 dirija-se a destinatários diferentes dos destinatários do art. 254-A? [...]

Analizando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea "a") e o agir (alínea "b"), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém.”⁴³ (g.n.)

E, ainda, argumentou que o espírito do artigo 254-A envolve:

Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. Ele pretende conferir a possibilidade de uma "compensação" à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada. O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a "[a] alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta.⁴⁴ (g.n.)

⁴¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2005/4069. Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Rio de Janeiro, 11 de abril de 2006. Pg. 4/6

⁴² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2005/4069. Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Rio de Janeiro, 11 de abril de 2006. Pg. 4/6

⁴³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2005/4069. Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Rio de Janeiro, 11 de abril de 2006. Pg. 4/6

⁴⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2005/4069. Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Rio de Janeiro, 11 de abril de 2006. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0002/4788-0.pdf>> Acesso em: 06 de dezembro de 2020. Caso CBD

No que tange aos termos utilizados no início do artigo 254-A – “Direto” e “Indireto”, o Diretor-Relator aponta que, caso não haja uma transferência direta do controle de uma sociedade, é necessário que se verifique se ocorreu de forma indireta:

Boa parte da objetividade do critério proposto nos parágrafos acima se perde em razão da utilização da expressão "alienação direta e indireta", no caput e no §1º do art. 254-A. Isso porque, o significado tradicional dessa expressão - dá-se alienação de controle mesmo que se interponha uma sociedade holding para a realização da alienação das ações da companhia aberta - que vinha sendo aplicado pela CVM ainda quando o antigo art. 254, que não falava em alienação indireta, e amplamente aceito pela doutrina, não é o único sentido da expressão. Há um outro significado cuja aplicação só pode ser analisada a partir dos fatos do caso concreto.

Esse significado inclui, dentre as operações que dão causa à oferta pública, não só a alienação de ações agrupadas em sociedade holding, mas, também, a inclusão de certos contratuais que impliquem a transferência dos direitos políticos e econômicos do valor mobiliário, sem a transferência da ação (a conferência de usufruto vitalício de voto e dividendos mediante contraprestação em dinheiro ou a celebração de acordo de acionistas, regulando voto e distribuição de dividendos, por exemplo), tenha esse acordo sido celebrado para se evitar a realizar a oferta pública ou mesmo com vistas a um outro fim lícito. Como isso, para a aplicação do art. 254-A, se em uma operação não se verificar a transferência de valores mobiliários que implique alienação de controle, deve-se analisar se essa alienação ocorreu de forma indireta (i.e., mediante acordos que resultem na transferência de poder político e econômico desses valores mobiliários).

Há, no entanto, uma peculiaridade na estrutura da operação, que justifica uma análise mais detalhada dela. O Controlador Direto, como consta do Relatório, é uma sociedade holding pura, criada com o objetivo de organizar o exercício do controle da Recorrente. Nessa alienação indireta, ao contrário das hipóteses clássicas, o alienante mantém-se como acionista controlador, embora exercendo o controle compartilhado da sociedade holding, seu interesse econômico tenha se reduzido significativamente.⁴⁵ (g.n.)

E, por fim, o Diretor-Relator entendeu que o artigo 254-A da Lei das S.A. se aplicava na situação concreta, uma vez que a Opção de Compra Mudança de Controle, mesmo podendo ser exercida no futuro, configurava uma alienação de controle, conforme segue:

Por fim, entendo procedente o argumento da área técnica, segundo o qual o pagamento imediato de todo o preço pelas ações, assegurando-se o direito à compra de uma ação adicional 8 anos depois, por preço simbólico, impede que se considere que a alienação de controle somente se dará em tal momento — e isto mesmo sem considerar a razão prática de que o adiamento da OPA por tal prazo levaria até mesmo à impossibilidade de se calcular o preço a ser pago, então, aos demais acionistas. [...]

A Instrução 361/02 reconhece a possibilidade de a alienação do controle ser realizada através de em um conjunto de operações (art. 29, § 4º), e, portanto, nada impede que, em determinadas situações, a OPA somente venha a se tornar

⁴⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2005/4069. Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Rio de Janeiro, 11 de abril de 2006. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0002/4788-0.pdf>> Acesso em: 06 de dezembro de 2020. Caso CBD

*obrigatória no momento da conclusão desse conjunto de operações. Entretanto, no caso concreto, a operação de alienação do controle deve considerar-se concluída desde logo, tendo em vista (i) a irrelevância econômica da segunda parte da operação — aquisição por preço simbólico de uma ação ordinária da holding — e (ii) ser a conclusão dessa segunda parte da operação uma faculdade atribuída ao Comprador.*⁴⁶

Em virtude do acima exposto, pode-se concluir que, na sua tomada de decisão, o Diretor-Relator do caso entendeu que o artigo 254-A era aplicável no caso concreto, uma vez configurada uma alienação de controle indireta, com um exercício de opção de compra futuro, em que os seus efeitos, por mais que houvesse discussão sobre tal ponto, foram absorvidos no início da operação entre Comprador e Vendedor quando da celebração do Acordo de Associação.

⁴⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2005/4069. Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Rio de Janeiro, 11 de abril de 2006. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf>> Acesso em: 06 de dezembro de 2020. Caso CBD

5. Considerações Finais

Em virtude do trabalho acima exposto, é possível concluir que, para que a Oferta Pública de Aquisição de Ações seja configurada, os requisitos previstos no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas e §4º do artigo 29 da Instrução Normativa da CVM nº 361/2020 devem ser observados.

O principal intuito de tais artigos é resguardar o direito dos minoritários em caso de alienação de controle da sociedade a anônima de capital aberto, uma vez considerado o *affectio societatis* e o interesse de manter-se vinculado a uma acionista a qual escolheu ser sócio.

É importante lembrar que, conforme abordado no estudo, o conceito mais atual de “Controle” entende que o sócio não precisa somente ter participação majoritária na sociedade anônima, mas também deve ter direito de voto, participação decisiva em órgãos da administração e direcionamento estratégico dos negócios da companhia.

Assim sendo, quando o “Controle” for vendido à terceiros, alheios à sociedade e ao bloco de controle da sociedade, o controlador deverá ser atentar que os artigos mencionados acima serão aplicados, de forma que o adquirente de participação societária deverá ofertar ao acionista minoritário o prêmio previsto em lei (mínimo de 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto).

Note-se que, de acordo com a doutrina e jurisprudência, os requisitos mínimos para que a OPA seja necessária são: (i) o poder de controle deve ser cedido, por meio de venda e compra de ações, ou outros direitos conversíveis em ações; (ii) a operação deve ser feita com terceiro alheio à sociedade, ou seja, que não faça parte da companhia antes da concretização da operação; (iii) a operação deve ter um valor atrelado, sendo que operações gratuitas não geram a incidência da OPA; (iv) a operação não deve ser uma aquisição originária.

Em virtude disso, tanto o cliente quanto o advogado deverão avaliar em conjunto como estruturar a operação e avaliar se o direito dos minoritários está sendo ou não observado na operação.

Neste sentido, a segunda parte deste trabalho foi estruturada com operações societárias relevantes em que a aplicação do artigo 254-A foi questionada tanto pelos acionistas minoritários como também pela própria companhia diante da Comissão de Valores Mobiliários.

De forma sucinta, o caso da Usiminas foi um caso decidido em âmbito administrativo em que foi decidido pela não aplicação do artigo 254-A, uma vez que não se foi verificada a alteração de controle de forma clara. Por sua vez, no caso da Copesul / Ipiranga, foi entendido

que a concentração do poder em um acionista que já fazia parte do grupo de controle acionário não geraria direito à aplicação do artigo 254-A.

De forma diversa, no caso CBD / Cassino, foi entendido que o artigo 254-A da Lei das S.A. se aplicava na situação concreta, uma vez que existia um direito de opção de compra por mudança de c no contrato celebrado entre as partes e, mesmo podendo ser exercida no futuro, configurava uma alienação de controle.

Por fim, diante da análise feita neste trabalho, foi verificado que a aplicação do artigo 254-A da Lei das S.A. não deve ser feita somente com a leitura fria do artigo, mas também deve ser feita uma análise conjunta com o previsto na doutrina e jurisprudência, uma vez que inúmeros conceitos também esbarram em outros artigos da Lei das S.A., legislações correlatas e entendimento da Comissão de Valores Mobiliários. Em virtude disso, aos advogados e clientes que esbarrarem com uma venda de “Controle”, é necessário que observem o previsto neste trabalho na estruturação de operações societárias.

Referências Bibliográficas

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedade Anônimas**. 4º Volume. Tomo II: Arts 243 a 300: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 11.941, de 27 de maio de 2009, e da Lei n.12.810, de 15 de maio de 2013. 5º Ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 2º Volume: artigos 75 a 13. 6ª ed. Ver. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. Pg. 626.

COMPARATO, Fábio Conder; FILHO, Calixto Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II. 2ª Edição Rev. Amp. – artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Pg. 223

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume IV. 2ª Edição Rev. Amp. – artigos 206 a 300. São Paulo : Quartier Latin, 2015.

KRAAKMAN, Reinier et al. **The anatomy of corporate law**. 3ª Edição. Oxford: Oxford University Press, 2017.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

LOBO, Jorge et al. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro : Forense, 2002.

VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). **Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhias Abertas IN: Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernand Martins de (org.), **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

BOTREL, Sérgio. **Direito Societário Constitucional**. São Paulo: Atlas, 2009

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. VON ADAMEK, Marcelo Vieira. **Affectio Societatis: Um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. Disponível em: [Affectio%20societatis%20-%20Um%20conceito%20jur%C3%ADico%20superado%20no%20moderno%20direito%20societ%C3%A1rio....pdf](#)

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A.** – Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005. Pgs 120 e 121.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, vol.II.

Jurisprudência

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2011/13706. Diretor-Relator Gustavo Borba, Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2017. Disponível em http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171024_R1/20171024_D0547.html> Acesso em: 06 de dezembro de 2020. **Caso Usiminas**

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2001/10329. Diretor-Relator Marcelo F. Trindade, Rio de Janeiro, 19 de fevereiro de 2002. Disponível em http://www.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020219_R1/20020219_D02.html> Acesso em: 06 de dezembro de 2020. **Caso Votorantim**.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2007/7230. Diretor-Relator Eli Loria, Rio de Janeiro, 11 de julho de 2007. Disponível em

<http://www.cvm.gov.br/decisooes/2007/20070711_R2/20070711_D01.html> Acesso em: 06 de dezembro de 2020. **Caso Ipiranga / Copesul**

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo RJ 2005/4069. Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Rio de Janeiro, 11 de abril de 2006. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4788-0.pdf>> Acesso em: 06 de dezembro de 2020. **Caso CBD**

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Processo CVM 019957.005411/2019-39. Diretor Gustavo Machado Gonzalez, São Paulo, 23 de fevereiro de 2021. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4788-0.pdf>> Acesso em: 27 de junho de 2021 **Caso Tronox**

Legislação

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal: Centro Gráfico, 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm> Acesso em: 06 de dezembro de 2020.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976. Diário Oficial da União, Brasília, v. 19/12/1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm Acesso em: 06 de dezembro de 2020.

BRASIL. Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 361, de 05 de março de 2002. Disponível em: <file:///C:/Users/gpelliciari/Downloads/inst361consolid.pdf> Acesso em: 27 de junho de 2020.

Referências Adicionais

Caso Usiminas

<http://ri.usiminas.com/arquivamento-cvm/central-de-downloads/>

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2017/20171024/0547.pdf>

http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2017/20171024_R1/20171024_D0547.html

Caso CBD

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf>

Caso Copesul

<https://www.braskem.com.br/RI/detalhe-comunicados-e-fatos-relevantes/oferta-publica-de-aquisicao-de-acoes-copesul>

<http://siteempresas.bovespa.com.br/DWL/FormDetalheDownload.asp?site=C&prot=135868>

<http://www.braskem-ri.com.br/detalhe-comunicados-e-fatos-relevantes/pedido-de-registro-de-oferta-publica-de-aquisicao-de-acoes-copesul>

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0004/5533-1.pdf>

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

https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/5dcf459c-823d-4c02-ac4b-a2aa54a63486/fatos-relevantes/0cbffcd488ac809a3db85c57f6e6870529410b138d5a758790c868997da5e03/venda_de_acoes_do_grupo_de_controle_fato_relevante.pdf

https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/5dcf459c-823d-4c02-ac4b-a2aa54a63486/fatos-relevantes/3a6c37c2c01e4768d6c7d1d3fe96645e99b4d6b5f010cdc06cbe25335afcaa3b/conclusao_de_venda_das_acoes_do_grupo_de_controle_fato_relevante.pdf

MINI CV

Graduada em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), Pós-Graduada em Direito Societário pelo Instituto de Pesquisa e Ensino (Insper). Já atuou nas áreas de Contratos, Direito Societário e Operações de M&A no Itaú Unibanco S.A. e Contratos, Direito Digital e Proteção de Dados na Accenture do Brasil Ltda e Opice Blum Advogados. Atualmente, atua na área de Corporate e M&A no TozziniFreire Advogados.