GUILHERME MELCHIOR DA SILVA FRANCO

**OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES
OBRIGATÓRIAS:
FUNÇÕES E DISFUNÇÕES**

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Dra. Juliana Krueger Pela

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
SÃO PAULO
2020**

GUILHERME MELCHIOR DA SILVA FRANCO

**OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES
OBRIGATÓRIAS:
FUNÇÕES E DISFUNÇÕES**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob orientação da Professora Dra. Juliana Krueger Pela.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO

2020

FRANCO, Guilherme Melchior da Silva. **Ofertas Públicas de Aquisição de Ações Obrigatórias: Funções e Disfunções.** 2020. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

Dissertação de mestrado depositada como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Direito Comercial pelo Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, desenvolvida sob orientação da Professora Dra. Juliana Krueger Pela.

Aprovado em: _____

Banca Examinadora

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

*Aos meus pais,
pelo apoio incondicional.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço, inicialmente, à minha orientadora, Profa. Dra. Juliana Krueger Pela, pelo voto de confiança ao me aceitar como orientando e pela atenção de que sempre dispus. Seu exemplo de dedicação acadêmica e todo o encorajamento que me deu ao longo do mestrado foram indispensáveis para a conclusão deste trabalho.

Esta dissertação contém algumas digitais bastante evidentes ao longo de suas páginas. Elas decorrem de impressões que colhi durante minha banca de qualificação, de conversas e, em alguns casos, da convivência diária ou esporádica. A Otavio Yazbek, Thiago Tannous, Luciana Dias e ao Prof. José Eduardo Faria, agradeço a atenção que me deram e as discussões que muito contribuíram para a elaboração deste trabalho. Agradeço ainda ao Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro a sua generosidade ao me deixar participar de discussões acaloradas e interessantíssimas em seu grupo de estudos.

Desde que comecei a me interessar pelo objeto desta dissertação, tive a sorte de estar cercado por pessoas inspiradoras. Algumas inquietações sobre o tema surgiram enquanto estagiava em Trindade Sociedade de Advogados, um lugar intelectualmente estimulante e composto por pessoas que me servem de exemplo até hoje. Outras, e talvez algumas respostas, apareceram durante o período em que trabalhei com Otavio Yazbek, Marina Copola, Gustavo Gonzalez, João Paulo Godoy, Lucas Santanna, Isabel Mirandez, Pedro Brigagão, Maria Antonia Eiras, Rafaela Lacaz e Julia Carmagniani, a quem agradeço pelo apoio durante o mestrado, pelos ensinamentos diários, pela alegria no convívio e pela amizade. Agradeço, especialmente, os queridos amigos Isabel Mirandez, João Maion e Pedro Brigagão pela ajuda, pela paciência na revisão deste trabalho e pelos importantes comentários que fizeram.

Durante os últimos meses de elaboração desta dissertação, tive a oportunidade de olhar para a regulação do mercado de capitais por um outro ângulo, o que colocou algumas discussões sob nova uma perspectiva. Agradeço ao Marcelo Barbosa a confiança e a chance que me deu de ver os problemas pela lente do regulador, e a todos que me acolheram no Rio de Janeiro nesses últimos meses.

Por fim, agradeço aos meus pais, Rubens e Regina, a quem dedico esta dissertação, e ao meu irmão, Matheus, por todo o apoio que sempre me deram.

RESUMO

FRANCO, Guilherme Melchior da Silva. **Ofertas Públicas de Aquisição de Ações Obrigatórias: Funções e Disfunções.** Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

As ofertas públicas de aquisição de ações (OPA) são instrumentos regulatórios criados para solucionar determinadas falhas de mercado, sobretudo ante situações que podem gerar rupturas relevantes na estrutura da companhia. Elas impõem, no entanto, artificialidades no funcionamento do mercado e custos significativos ao ofertante. Diante disso, uma análise acerca da capacidade desses instrumentos de atingirem os fins que se propõem é essencial para sustentar sua adequação e, conforme o caso, propor mudanças legais e regulamentares. Esta dissertação pretende identificar as finalidades (as *funções*) de cada uma das OPAs obrigatórias e avaliar se a estrutura de cada uma delas é adequada para atingir seus fins ou se há distorções que impedem o seu atendimento (as *disfunções*). A OPA para cancelamento de registro é a única que parece alcançar, de forma satisfatória, suas finalidades, criando obstáculos que dificultam o fechamento de capital (garantindo proteções econômica e políticas aos acionistas minoritários), mas não inviabilizam uma operação que pode ser realizada no interesse da companhia. A OPA por aumento de participação, embora coíba o “fechamento branco de capital”, é incapaz de tutelar o bem jurídico que, em última análise, se propõe a proteger: a liquidez das ações remanescentes em circulação. Isso porque os meios empregados pela Lei das S.A. para aferir o impedimento de liquidez não são adequados para avaliar esse atributo. A OPA por alienação de controle é mais um exemplo de disfuncionalidade, uma vez que sua estrutura contém regras que contradizem suas premissas e inviabilizam o pleno atendimento de seus fins. Ao final, são apresentadas as conclusões relativas às análises de cada uma das OPAs obrigatórias.

Palavras chave: OPAs obrigatórias. Oferta Pública de Aquisição de Ações. Companhias abertas. Mercado de capitais.

ABSTRACT

FRANCO, Guilherme Melchior da Silva. **Mandatory Tender Offers: Functions and Dysfunctions.** Dissertation (Master) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

Mandatory tender offers (MTO) are regulatory instruments conceived to solve some market failures, especially in situations capable of generating relevant disruptions in the company's structure. They create, however, artificialities in the market functioning and significant costs to the offeror. Considering these assumptions, an analysis regarding this instruments' capacity to achieve their purposes is essential to justify their suitability and, as appropriate, changes in their legal and regulatory framework. This dissertation aims to identify the purposes (*functions*) of each one of the MTOs and evaluate if their structures are suitable to fulfill their goals or if there are distortions that prevent such outcomes (*dysfunctions*). The MTO regarding the voluntarily deregister as a publicly-held company is the only one that successfully fulfills its purpose, building obstacles that hamper going-private transactions (ensuring economic and political protections to the minority shareholders), although this MTO does not hinder transactions that may be accordingly to the companies' interest. The MTO due to interest increase, notwithstanding the fact that it suppresses "cold delisting" transactions, fails to protect what it intends to safeguard: the liquidity of the remaining shares in the free float. Such failure emerges from the inadequate criterion set forth in the Brazilian Corporate Law to assess a liquidity obstruction in company's shares. The MTO due to control alienation (tag along) is another example of dysfunctionality, since its structure contains provisions that contradict its premises and damages the fulfillment of its purpose. Finally, this paper presents the conclusions regarding the analysis of each MTO.

Keywords: Mandatory Tender Offers. Tender Offers. Publicly-held companies. Capital Market.

SUMÁRIO

RESUMO	1
ABSTRACT	2
1. INTRODUÇÃO.....	6
1.1. AS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES COMO INSTRUMENTOS REGULATÓRIOS.....	6
1.1.1. A insuficiência da estrutura de mercado e as soluções impostas pela regulamentação	6
1.1.2. Definição da estratégia regulatória: análise de meios e fins	10
1.2. DELIMITAÇÃO DO TEMA.....	14
1.2.1. OPAs obrigatórias.....	14
1.2.2. As funções e disfunções e suas implicações no objeto de estudo	16
1.3. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	17
2. OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA	18
2.1. O FECHAMENTO DE CAPITAL E SUAS IMPLICAÇÕES	18
2.1.1. O regime jurídico das companhias abertas	18
2.1.2. Razões determinantes para o fechamento de capital.....	21
2.2. O PROCEDIMENTO DA OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO	24
2.2.1. Aspectos históricos: o regime anterior à Lei nº 10.303/2001	24
2.2.1.1. Competência da CVM para criar regras para o cancelamento de registro.....	24
2.2.1.2. As premissas da OPA para cancelamento de registro.....	25
2.2.1.3. Proteções de natureza econômica	26
2.2.1.4. Proteções de natureza política	28
2.2.1.5. Instrução CVM nº 345/2000	30
2.2.2. As inovações trazidas pela Lei nº 10.303/2001	30
2.2.3. A Instrução CVM nº 361/2002	34
2.2.3.1. O quórum de aceitação e o conceito de ações em circulação	34
2.2.3.1.1. Possibilidade de inversão do quórum	37
2.2.3.1.2. Única ação em circulação	38
2.2.3.2. O limite de 1/3 das ações em circulação.....	40
2.2.3.3. Proteções posteriores à liquidação da OPA	41
2.3. A FUNCIONALIDADE DA OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO	42

3. A OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO.....	46
3.1. A CRIAÇÃO DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO	46
3.1.1. O “fechamento branco de capital” e a OPA por aumento de participação.....	46
3.1.2. Um caso paradigmático.....	48
3.1.3. A resposta da CVM: a Instrução CVM nº 299/1999 e seus desdobramentos	50
3.1.3.1. A discussão sobre a legalidade da solução regulamentar.....	53
3.1.4. A Lei das S.A. e a Instrução CVM nº 361/2000	55
3.1.4.1. O atual procedimento da OPA por aumento de participação	57
3.1.5. A função e os efeitos da OPA por aumento de participação	58
3.2. A INCIDÊNCIA DA OPA E SEUS PROBLEMAS	59
3.2.1. Os requisitos previstos no art. 4º, §6º, da Lei das S.A.	59
3.2.1.1. O acionista controlador ou a sociedade controladora.....	59
3.2.1.1.1. Controle minoritário.....	60
3.2.1.1.2. Controle compartilhado.....	61
3.2.1.2. Aquisição de ações, pelo acionista controlador, que eleve sua participação... 62	
3.2.1.3. Porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes 65	
3.2.2. A primeira hipótese de incidência: art. 26, <i>caput</i> , Instrução CVM nº 361/2002.....	66
3.2.2.1. O problema da base de cálculo.....	69
3.2.2.1.1. O conceito de ações em circulação e suas consequências.....	69
3.2.2.1.2. A base de cálculo fixa e suas consequências.....	70
3.2.2.1.3. A fórmula do Caso Suzano	72
3.2.2.2. Segmentos especiais de listagem: <i>free float</i> mínimo	74
3.2.2.2.1. Descompasso com a Instrução CVM nº 361/2002.....	75
3.2.3. A segunda hipótese de incidência: art. 26, §1º, Instrução CVM nº 361/2002.....	76
3.2.4. O §6º do art. 26: OPA seguida de OPA?.....	78
3.2.5. Uma hipótese específica: o art. 37, §2º, Instrução CVM nº 361/2002	81
3.2.5.1. A relação entre o art. 37, §2º, e o art. 26, §6º.....	82
3.2.5.1.1. Um terceiro caso: a aquisição de mais de 2/3 das ações em circulação	83
3.3. O PROCEDIMENTO DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO E SEUS EQUÍVOCOS	85
3.3.1. A regra de 1/3-2/3 na OPA por aumento de participação	85
3.3.1.1. O Caso Gerdau e a Instrução CVM nº 616/2019	87
3.3.2. O procedimento alternativo da OPA por aumento de participação	90
3.4. AS DISFUNÇÕES DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO	94

4.	A OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE.....	96
4.1.	HISTÓRICO LEGISLATIVO: ENTRE IDAS E VINDAS.....	96
4.1.1.	O anteprojeto da Lei das S.A. e o art. 254.....	96
4.1.2.	A revogação do art. 254 e seus efeitos.....	99
4.1.3.	O retorno da OPA por alienação de controle na legislação brasileira e suas inovações.....	101
4.1.3.1.	A OPA por alienação de controle nas regras do Novo Mercado.....	105
4.2.	A FINALIDADE DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE.....	107
4.2.1.	Estratégias de regulação da aquisição do controle em companhias com acionista controlador.....	107
4.2.1.1.	A titularidade do prêmio de controle.....	110
4.2.1.2.	Balizadores para a escolha do modelo regulatório aplicável às alienações de controle acionário.....	113
4.2.2.	A opção da Lei das S.A.: proteção dos acionistas minoritários.....	114
4.2.2.1.	Alienação de controle sem ágio: esvaziamento da justificativa para a OPA?.....	117
4.2.2.2.	A contradição criada pela lei: exclusão das ações sem direito a voto.....	121
4.3.	O FATO GERADOR DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE E SUAS CONSEQUÊNCIAS.....	123
4.3.1.	Alienação de controle para fins do art. 254-A.....	123
4.3.1.1.	Controle minoritário e o art. 254-A.....	127
4.3.1.2.	Possíveis alternativas para a incidência do art. 254-A e seus potenciais efeitos.....	133
4.3.1.2.1.	Substituição do conceito de “alienação do controle” por “aquisição de controle”.....	133
4.3.1.2.2.	Definição de percentual fixo para a incidência da OPA por alienação de controle.....	134
4.3.2.	Controle conjunto e operações envolvendo o grupo de controle.....	135
4.3.3.	Alienação indireta de controle e as dificuldades inerentes ao cálculo do preço da oferta ...	138
4.4.	AS FUNÇÕES E DISFUNÇÕES DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE.....	147
5.	SÍNTESE CONCLUSIVA.....	149
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	153

1. INTRODUÇÃO

1.1. AS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES COMO INSTRUMENTOS REGULATÓRIOS

1.1.1. A insuficiência da estrutura de mercado e as soluções impostas pela regulamentação

O modelo econômico clássico assume que os agentes, agindo de forma racional e individual, com a finalidade de maximizar o seu bem-estar, são capazes de alocar os recursos de forma eficiente por meio do mercado – sobretudo pelo *sistema de preços*.

No entanto, nem sempre as relações no mercado se dão de forma equilibrada. Suas condições estruturais¹ podem gerar distorções², tendo em vista a existência de falhas que comprometem o seu funcionamento eficiente (no sentido paretiano³ do termo)⁴ – são as chamadas *falhas de mercado*.⁵ Nesses casos, os agentes são incapazes de se autorregular de forma adequada, dando lugar a abusos de suas posições econômicas e de poder de mercado.⁶ Problemas dessa natureza mostraram que o Estado mínimo, típico do modelo liberal, era incapaz de lidar com a complexidade das demandas sociais modernas.

O aumento do Estado e seu intervencionismo, por outro lado, tampouco deu provas de ser plenamente satisfatório,⁷ fazendo com que surgisse uma linha de pensamento que deu

¹ Para uma breve categorização dessas falhas estruturais, cf. BRYER *et. al.* (2006, p. 4 e ss.).

² O exemplo típico para demonstrar a existência de falhas dessa natureza é o célebre trabalho de George Akerlof (1970).

³ Para a teoria econômica, uma situação é ótima no sentido de Pareto senão for possível melhorar a situação de um indivíduo sem piorar a situação de qualquer outro agente econômico.

⁴ Como destaca Rachel Sztajn, ao citar Coase e sua teoria dos custos de transação, “nem sempre as pessoas, negociando livremente, conseguem atingir o melhor resultado, justificando-se, pois, a intervenção do Estado na fixação de regras que produzem tal efeito. Distanciando-se dos adeptos da idéia de que mercados oferecem soluções para as inter-relações humanas, o economista admite que em muitas circunstâncias o mercado não é eficiente na alocação de direitos e deveres” (SZTAJN, 2004, p. 136).

⁵ Bator define falhas de mercado como “*the failure of a more or less idealized system of price-market institutions to sustain "desirable" activities or to estop "undesirable" activities.*” *The desirability of an activity, in turn, is evaluated relative to the solution values of some explicit or implied maximum-welfare problem*” (BATOR, 1958, p. 351). Sztajn, por sua vez, aponta que “nada obstante sejam criações do direito, mercados padecem de defeitos, as denominadas falhas de mercado. Condutas ou estruturas de organizações econômicas levam a falhas de mercado que precisam ser corrigidas para aproximá-las, no que concerne à produção de efeitos, do modelo econômico do mercado de concorrência perfeita” (SZTAJN, 2004, p. 137).

⁶ De acordo com Luciana Dias: “ficou demonstrada, de forma cabal, a incapacidade de auto-regulação de certos mercados que por sua própria dinâmica geram núcleos de poder (agentes com grande capacidade de determinar o conteúdo ou a forma das relações econômicas), degenerando o modelo laboratorial inicialmente desenhado. Via de regra, esses nichos de poder, livres de qualquer controle, prejudicam não só o equilíbrio das relações entre agentes e consumidores, mas, sobretudo, a dinâmica do próprio mercado” (DIAS. 2005, p. 90).

⁷ Cf., exemplificativamente, Stiegler; Friedland (1962).

origem ao modelo neoliberal.⁸ Embora admita certa atuação estatal na economia, esse modelo limita a interferência econômica do Estado à correção das imperfeições de mercado, onde ele não é capaz de se autorregular (DIAS, 2005, p. 91) – retornando o foco, portanto, às falhas de mercado.⁹

Com efeito, para a corrente liberal e neoliberal, tais falhas fundamentam a regulamentação de determinadas atividades, como é o caso do mercado de valores mobiliários,¹⁰ e justificam a criação de infraestrutura que o mercado não provê (YAZBEK, 2009, p. 33).¹¹ Nesse sentido, a regulação é uma forma de intervenção estatal, que, pela sua própria natureza, é capaz de distorcer o que seria o funcionamento natural do mercado, sob o argumento de que corrigirá suas falhas.

É possível citar diversas falhas de mercado, que são tratadas por vertentes distintas do direito. No que tange à regulamentação do mercado de capitais, ela orbita sobretudo em torno de problemas associados à assimetria informacional e questões correlatas (*moral hazard*, seleção adversa e sinalização) e à relação entre principal–agente, oriunda também

⁸ Como lembra Otavio Yazbek, ao mencionar as análises provenientes da chamada Escola de Chicago: “a regulação estatal tendia a trazer custos ainda maiores do que aqueles males que se pretendia evitar, contrapondo-se, então, *market failures* a *government failures*. Presumivelmente, ante essas novas falhas caía por terra o argumento típico da regulação, passando a vê-la, muito mais, como fruto das pressões de grupos de interesses ou como decorrentes da necessidade de autopreservação de políticas e de burocratas. As falhas de mercado passaram, dessa forma, a ser consideradas mais justificadas do que propriamente situações reais que demandavam a intervenção estatal” (YAZBEK, 2009, p. 35). Demsetz, por exemplo, foi enfático ao declarar que: “*It is my belief that the rivalry of the open market place disciplines more effectively than do the regulatory processes of the commission. If the managements of utility companies doubt this belief, I suggest that they re-examine the history of their industry to discover just who it was that provided most of the force behind the regulatory movement*” (1968, p. 65).

⁹ Como pontua Julia Wellisch “[a] Escola [de Chicago] não nega, contudo, a existência de falhas de mercado; ela apenas diverge quanto à forma de tratamento ou de correções dessas falhas. Nada obstante, e embora não se possa deixar de reconhecer os efeitos e custos não intencionais da regulação estatal, os quais precisam ser objeto de análise e tratamento, o fato é que, empiricamente e notadamente após a crise financeira mundial, a regulação pública ainda se fundamenta e legitima a partir das distorções e insuficiências do sistema de mercado ou, simplesmente, a partir das ‘falhas de mercado’” (WELLISCH, 2018, p. 39). No mesmo sentido, Segundo Luciana Dias, “economistas e operadores do direito têm-se baseado em análises empíricas das falhas do mercado, para identificar os elementos que justifiquem a intervenção em cada setor e, por meio desses elementos, definir o papel e o objetivo da regulação em cada mercado” (DIAS, 2005, p. 92).

¹⁰ Vale lembrar a existência de críticas em relação à atuação do Estado para regular as falhas de mercado, como assinala Yazbek (2009, p. 35-36). Ainda assim, destaca o autor, a partir de uma perspectiva empírica, a regulação “procura tratar das dificuldades para a consecução de soluções eficientes pelo sistema de mercado, legitimando-se, de fato, a partir das distorções e insuficiências de tal sistema – a partir das falhas de mercado” (YAZBEK, 2009, p. 36).

¹¹ Há, entretanto, quem fundamente a regulação do Estado na economia a partir do conceito de interesse público. No entanto, como destaca Luciana Dias, “os princípios estabelecidos pelos neoliberais têm sido importante prumo para a atuação do Estado na economia, tanto em nível nacional como internacional. Via de regra, na prática, a racionalização econômica da regulação (em especial no mercado de valores mobiliários, objeto de nossa dissertação) surgiu com a percepção de falhas no mercado, geralmente, bem pouco sutis” (DIAS, 2005, 92), razão pela qual este modelo será adotado como premissa nesta dissertação.

da separação entre controle e propriedade do capital.¹² Para lidar com essas falhas, a regulação se fundamenta, tipicamente, em regras de conduta e de cunho informacional (princípio do *full disclosure*), tendo como premissa o fato de que a informação reduz a insegurança dos agentes.¹³

As companhias abertas, ao se apoiarem em mecanismos de captação de recursos via mercado, se inserem nessa lógica – o que, inclusive, justifica o seu regime jurídico diferenciado¹⁴ e o fato de seu regramento ultrapassar o campo do direito societário, alcançando a disciplina do mercado de valores mobiliários e sua regulamentação.

Por conta do apelo à poupança popular, suas estruturas se tornam mais complexas. Elas passam, assim, a congregar interesses de diversos tipos de prestadores de recursos que, não raro, se contrapõem. Daí decorrem aquelas falhas de mercado mencionadas anteriormente, conflitos de interesses e problemas de agência, imbricados com questões de assimetria informacional (YAZBEK, 2014, p. 118), que são, como visto, predominantemente solucionadas pelo regime de *disclosure*.

A vantagem da regulação via divulgação de informações é sua menor intromissão nas estruturas de mercado e, se bem aplicada, auxilia no processo de formação de preço dos ativos.¹⁵ No universo das companhias abertas, ele impõe, evidentemente, algumas restrições de direitos, como a alienação de ativos quando em posse de informação privilegiada (*insider trading*), a vedação à negociação de títulos de emissão da companhia pelos seus administradores durante determinados períodos etc. Mas, ainda assim, não gera uma intervenção direta no mérito das relações negociais e nos procedimentos internos das companhias (YAZBEK, 2014, p. 124).

¹² Para uma análise desses temas à luz das falhas que produzem no mercado, cf. Yazbek (2009, p. 37-43).

¹³ Para uma análise aprofundada do regime de divulgação obrigatória de informações como pilar da regulação do mercado de capitais, cf. Pitta (2013, p. 86 e ss.). Outras ferramentas de regulação do mercado de capitais são o controle de acesso e permanência (DIAS, 2004, p. 101-104) e os mecanismos de governança corporativa (cf., neste sentido, DIAS, 2004, p. 104-111; YAZBEK, 2014, p. 122-124).

¹⁴ Como será analisado na seção 2.1.1 desta dissertação.

¹⁵ Como destaca Luciana Dias: “pode-se dizer que a qualidade e a quantidade de informações sobre um determinado valor mobiliário traduzem-se em seu preço. Com efeito, quanto menos informação tiver, menor o preço que o investidor (consumidor) estará disposto a pagar, porque maior será o seu risco em relação ao bem que compra. Esse risco decorre do fato de que, em um mercado de valores mobiliários sem níveis de informação adequados, os bons valores mobiliários não se diferenciam dos valores mobiliários ruins. Os investidores, portanto, no momento de calcular o preço de um determinado título, abaterão do valor a possibilidade de a informação sobre ele não ser precisa. Além disso, quanto piores as regras de transparência de um determinado mercado, menos precisas serão as avaliações das empresas que participam daquele mercado, ainda que referidas empresas se disponham a fornecer informações suficientes e necessárias para uma melhor avaliação dos títulos (produtos) que oferecem” (DIAS, 2005, p. 100).

Ocorre que a divulgação de informações não é capaz de sanar todos os tipos de falhas de mercado.¹⁶ Falhas, por exemplo, que vão além das assimetrias informacionais dificilmente poderiam ser resolvidas pela imposição de regras de cunho informacional. Do mesmo modo, a regulação de condutas também é incapaz de lidar com diversos problemas relacionados ao mercado de capitais, especialmente ante sua complexificação.¹⁷

Além disso, determinadas situações podem gerar rupturas relevantes no mercado, a ponto de justificar procedimentos que excepcionam, de forma mais acentuada, sua dinâmica típica. É o caso das ofertas públicas de aquisição de ações (OPA) (YAZBEK, 2014, p. 121).

As OPAs oferecem uma *saída de liquidez* dos títulos detidos por investidores de mercado em *situações de alterações relevantes na estrutura da companhia* emissora das ações (YAZBEK, 2014, p. 127), garantindo a todos os acionistas de uma companhia aberta a possibilidade de alienarem as ações de emissão desta companhia em igualdade de condições. Ou seja, elas procuram, ainda que de maneira artificial, *mimetizar a estrutura de mercado, e seu sistema de preços*, e, desta forma, sanar determinadas falhas.

Cada uma dessas situações, bem como suas premissas e pressupostos teóricos, serão analisadas de forma detalhada oportunamente. De toda forma, vale destacar, neste momento, como as OPAs obrigatórias surgem ante situações de falhas no funcionamento de mercado (que, geram, inclusive, forte distorção no processo de formação de preços) e representam uma medida excepcional para sua correção – e que não deixa de ser, justamente por isso, uma artificialidade.

Com o fechamento de capital, a companhia perde acesso ao mercado e sua estrutura, que favorece a circulação do ativo. A OPA para cancelamento de registro cria uma oportunidade para os acionistas minoritários aproveitarem a liquidez provida pela estrutura bursátil pela última vez. Sem a imposição da oferta, o fechamento de capital poderia ser demasiadamente simples e realizado à revelia do acionista minoritário, que decidiu investir em uma companhia dotada de determinadas características (entre elas, um pressuposto de

¹⁶ Aliás, modelo de regulação baseado no regime informacional, mostra deficiências frente à complexidade do mercado atual. Cf., neste sentido, Schwarcz (2004) e Wellisch (2008, pp. 203 e ss.)

¹⁷ Instrumentos financeiros mais estruturados, veículos de investimento coletivo e os processos de securitização, por exemplo, podem não encaixar perfeitamente no desenho clássico da regulação de mercado de capitais, situando-se, algumas vezes, em “zonas cinzentas” ou submetendo-se a regras inadequadas. A regulação passou, então, a lidar com outros vetores, especialmente após a crise financeira internacional de 2008, regulando áreas até então desregulamentadas. Apenas para citar um exemplo, na realidade brasileira, é possível mencionar as preocupações existentes nas Instruções CVM nº 555/2014 e nº 558/2014 com a volatilidade e risco de liquidez e o gerenciamento de riscos das carteiras dos fundos de investimento.

liquidez) e sob algumas proteções – o que incentivaria um comportamento oportunista por parte do acionista controlador.

A OPA por aumento de participação, por sua vez, assegura uma hipótese de saída a preço justo após a liquidez das ações ser prejudicada por um ato comissivo do controlador. Ao se tornar o único adquirente possível dos títulos, o acionista controlador pode distorcer o processo de formação de preço do ativo, algo que não ocorreria em condições normais de mercado (isto é, caso a ação fosse dotada de efetiva liquidez)¹⁸.

Já OPA por alienação de controle, ao adotar a regra de tratamento igualitário (por motivos de ordem econômica e jurídica, como se verá adiante), garante aos acionistas minoritários a possibilidade de alienarem suas ações nas mesmas condições do acionista controlador, seguindo, portanto, critérios de formação de preço encontrados no mercado e, em geral, negociado entre partes independentes.

Neste contexto, as OPAs são ferramentas para a implementação de determinadas estratégias regulatórias em situações de falhas na estrutura de mercado, que não podem ser solucionadas por meio da regulamentação tradicionalmente embasada em regras informacionais.

Não é à toa que Antonio Menezes de Cordeiro conclui que “*as OPA não surgem como uma figura essencial, no Direito mobiliário*” (CORDEIRO, 1997, p. 270). Elas possuem um caráter instrumental, são criadas e estruturadas de forma distinta em cada ordenamento, buscando tutelar interesses diferentes e solucionar problemas concretos – o que fica bastante evidente no contexto brasileiro, como se verá adiante.

1.1.2. Definição da estratégia regulatória: análise de meios e fins

A intervenção do Estado por meio da regulação pode se dar por diversas razões. No entanto, para que ela seja realizada de forma adequada, é preciso identificar a falha e o motivo específico para a intervenção em determinado mercado. Além disso, finalidades bem

¹⁸ É interessante a comparação que a Dynamo Administração de Recursos Ltda., na “Carta Dynamo nº 28”, faz entre as falhas produzidas pelo acionista controlador nessas operações com aquelas existentes em uma situação de monopólio: “[n]o caso do monopólio daquele que deseja comprar todas as ações em circulação de uma companhia da qual é proprietário, não se pode prescindir de regulamentação adequada, sob pena de se estar prescindindo também de premissas fundamentais para o funcionamento eficiente dos mercados” (disponível em: <http://www.dynamo.com.br/uploads/214b4478db94d90b1087a5410540660c060c0c63.pdf>. Acessado em 13.03.2020).

determinadas evitam potenciais antinomias internas na estratégia regulatória definida¹⁹ – é, portanto, a partir da definição da finalidade da estratégia que se pode avaliar sua adequação.

Esta análise quanto à adequação de determinada estratégia regulatória é relevante porque a regulação implica a criação de uma artificialidade na estrutura de mercado que, em tese, poderia – de forma mais ou menos eficiente – se equilibrar pelo sistema de preços. No mercado acionário, por exemplo, acionistas de companhias abertas têm acesso ao mercado de bolsa, que cria um sistema de negociação bastante eficiente para a compra e venda de ativos. Assim, por ser uma artificialidade imposta pela regulamentação (que gera, portanto, externalidades), e com ainda maior vigor quando se trata da obrigatoriedade de lançar uma OPA, é legítimo se questionar se esta medida é adequada para o atendimento dos fins propostos pela norma.

Cada OPA possui uma finalidade específica, como se verá ao longo deste trabalho. De forma resumida, é possível mencionar que a OPA para cancelamento de registro procura balancear e coordenar os interesses envolvidos na operação de fechamento de capital, privilegiando a proteção dos acionistas minoritário e criando barreiras para evitar que acionistas sejam induzidos a erro ao investir em ativos com determinadas características que poderiam desaparecer por um ato do acionista controlador. Ainda assim, a oferta é estruturada de forma que não inviabilize uma operação que pode ser realizada por motivos legítimos.

A OPA por aumento de participação, por sua vez, visa coibir atos praticados pelo acionista controlador que impeçam a liquidez de mercado das ações remanescentes em circulação. Sua criação decorre de um contexto histórico específico, mas o legislador lhe conferiu uma amplitude maior do que a inicialmente prevista. Embora a OPA por aumento

¹⁹ Neste sentido, Eduardo Munhoz, ao tratar da regulação sobre as transferências de controle acionário (em que se incluir a OPA por alienação de controle) destaca que “[o] controle da eficiência da política e da regulação pressupõe a clara definição de seu objetivo, porque, ao receberem objetivos diferentes e por vezes antinômicos, elas podem sempre ser avaliadas positivamente, a depender daquele considerado na análise de cada momento” (MUNHOZ, 2013, p. 163).

de participação iniba a prática do “fechamento branco de capital”,²⁰ acaba tutelando também (ao menos em tese) a liquidez das ações remanescentes em circulação.

Por fim, a OPA por alienação de controle se fundamenta, historicamente, como forma de estender aos acionistas minoritários a oportunidade de sair da companhia, assim como fez o alienante, em condições mais ou menos semelhantes às aquelas que foram oferecidas ao detentor do bloco de controle. Além disso, a OPA também teria a função de conferir uma saída de liquidez aos acionistas minoritários diante da alteração do quadro acionário da companhia.

No entanto, uma análise baseada apenas nas finalidades das ofertas não seria completa. Ao se inserirem na estrutura de mercado, as OPAs geram outras distorções, que podem ir além daquelas que pretendem solucionar.

Um dos problemas mais conhecidos é a criação de uma pressão para os acionistas aderirem à oferta – a chamada pressão para vender (*pressure to tender*). Nestas situações, um acionista pode aderir à oferta mesmo que entenda que o preço ofertado é inferior ao valor de sua ação, por receio do resultado da operação (BEBCHUK, 1985, p. 1696) – o sucesso do fechamento de capital da companhia, por exemplo. Diante disso, é preciso arquitetar a OPA de maneira que evite a ocorrência de novas distorções.²¹

Por este motivo, é necessário analisar, além do finalidade da oferta, sua estrutura e, a partir daí, avaliar se ela possui mecanismos aptos a lidar também com as novas distorções que cria, para atingir o seu fim de forma adequada.²² Como se verá, há casos em que a oferta

²⁰ Ao longo desta dissertação, utilizarei o termo “fechamento branco de capital” para designar um tipo de operação específica, realizada no mercado acionário brasileiro, sobretudo após a revogação do art. 254 da Lei das S.A., na qual o acionista controlador adquiria, aos poucos, uma grande quantidade de ações em circulação da controlada, reduzindo substancialmente sua base acionária e a quantidade de ações em circulação. Como resultado, a “os papéis remanesciam residualmente na bolsa de valores e, *de fato*, a companhia tinha seu capital fechado” (SIQUEIRA, 2010, p. 176) sem, contudo, que o acionista controlador arcasse com os custos de uma OPA para cancelamento de registro. Embora o termo não seja adequado, optei por empregá-lo ao longo deste trabalho, tendo em vista sua ampla utilização pela doutrina e em precedentes da CVM para designar esse tipo de operação (cf., exemplificativamente, o Processo Administrativo CVM nº RJ2011/2817, relator diretor Henrique Machado, j. em 02.08.2016, PAS nº RJ2004/4627 relatora diretora Norma Parente, j. em 28.01.2005, Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652, relatora diretora Ana Novaes, j. em 06.11.2012 e IA CVM nº 05/1999, relator diretor Wladimir Castelo Branco, j. em 23.11.2000).

²¹ O problema da pressão para vender é solucionado, como se verá, por meio da outorga de uma opção de venda, exercível por um período após a liquidação da oferta.

²² Além disso, como se verá adiante, os fins estabelecidos para cada oferta nem sempre são claramente declarados. Nessas situações, eles estão implícitos nos aspectos históricos que levaram à criação da OPA, nas regras a elas aplicáveis e suas premissas – ou seja, é também por meio da análise da estrutura da OPA que é possível definir o seu fim.

não só gera novas distorções, mas distorções capazes de corromper a própria finalidade da OPA.

Ante esse quadro, esta dissertação analisa se o atual marco legal incidente sobre as OPA obrigatórias propicia o atendimento aos fins visados na criação de cada uma dessas ofertas ou se há desvios desses fins.²³ Assim, o trabalho identifica e examina as finalidades (as *funções*) de cada uma das OPAs obrigatórias e avalia se a estrutura de cada uma delas, de acordo com a legislação e a regulamentação aplicáveis, bem como a aplicação dessas regras pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), são capazes de atender aos seus fins – isto é, se a regulamentação aplicável é adequada para atender à estratégia regulatória que se pretendeu atingir.

Em determinadas situações, é possível que as normas aplicáveis às OPAs não sejam capazes de atender aos fins perseguidos durante a criação dessas ofertas, o que pode causar desvios de funções – revelando, assim, as *disfunções* das OPA.²⁴ Ou seja, apesar de possuírem finalidades relativamente claras, os procedimentos aplicáveis a cada uma das ofertas, podem ensejar situações nas quais a persecução desses fins se mostra prejudicada. Este problema se torna ainda mais grave na medida em que as OPA são, em geral, bastante onerosas ao ofertante e representam uma interferência direta da regulação na decisão do ofertante de adquirir ações e a que preço.

O que guiará esta dissertação é a seguinte pergunta: o atual regime aplicável às OPAs obrigatórias atende aos seus fins ou provoca desvios em relação aos seus fins? A hipótese inicial é de que, em alguns casos, o regime legal das OPAs obrigatórias cria disfunções que prejudicam (em maior ou menor medida) o atingimento de seus fins.

Esse descompasso entre meios e fins pode ser mais ou menos acentuado a depender do tipo de oferta. Por este motivo, será feita uma análise apartada para cada OPA obrigatória, em que se procurará demonstrar: **(i)** o seu fim (sua função); **(ii)** sua estrutura; **(iii)** a

²³ A visão do direito que se adota aqui não é reduzida à “análise das leis e códigos apenas aos seus aspectos lógicos formais”. Esta dissertação, na verdade, pretende “explicar como as formas jurídicas influenciam e ao mesmo tempo são influenciadas na organização de um determinado tipo de relações de produção econômicas e políticas” (FARIA, 1987, p. 32). Neste mesmo sentido, Comparato, ao tratar das “Funções e disfunções do resgate acionário”, inicia suas explicações esclarecendo que “[a] principal linha de evolução da ciência jurídica, neste século, constitui na superação da análise meramente lógico-sistemática, pelas quais se frisava a dicotomia entre o ser e dever ser, entre direito e realidade social, para se chegar à compreensão global do sistema normativo como instrumento de controle social, fundada em interesses concretos e visando à realização de fins eticamente valiosos” (COMPARATO, 1995, p. 120).

²⁴ Esta não é, vale ressaltar, uma particularidade do regime brasileiro. Outras jurisdições encontram problemas relacionados à aplicação da OPA. Neste sentido, cf., exemplificativamente, BRITO PEREIRA (1998, p. 34 e ss.).

implementação prática dessa estrutura; e (iv) eventuais desvios dos fins pretendidos a partir da aplicação e interpretação das normas vigentes – seja no plano teórico, seja no plano fático, com base em casos concretos, quando aplicável. Esta análise visa oferecer um ponto de relevante para eventuais melhorias que possam ser feitas para o desenvolvimento do regime de OPAs obrigatórias no cenário brasileiro.²⁵

1.2. DELIMITAÇÃO DO TEMA

1.2.1. OPAs obrigatórias

Em síntese, uma OPA consiste em uma declaração unilateral de vontade, emitida pelo ofertante, direcionada aos titulares de ações de determinada companhia,²⁶ através de um processo estabelecido por lei ou pela regulamentação.²⁷ Trata-se de uma proposta *ad incertam personam*, pois é destinada a pessoas indeterminadas e individualizadas, isto é, a qualquer pessoa que seja ou se torne titular, até a data do leilão, de ações objeto da OPA.²⁸

A manifestação de vontade que dá origem à oferta pode decorrer tanto da intenção do ofertante de adquirir ações através de “apelo público”, as chamadas OPA voluntárias,²⁹

²⁵ Como ressalta Brito Pereira, ao tratar do direito português: “[o]s diversos problemas suscitados pelo regime da OPA obrigatória revelam-se como um dos mais relevantes tópicos de condicionamento na definição das decisões e estratégias de actuação dos agentes económicos no que respeito à aquisição e alienação de valores mobiliários. Por isso, as consequências efectivas da adopção pelo legislador de uma qualquer opção de base nesta área – seja no âmbito da não imposição de uma OPA obrigatória, seja no sentido de sua imposição, seja ainda, neste último âmbito, no que se refira ao alcance concreto dessa imposição – assumem uma leitura económica e social que não pode (ou deve) ser desprezada” (BRITO PEREIRA, 1998, p. 33).

²⁶ É uma oferta, vale lembrar, pública e, por isso, dotada de mecanismos que visam a proteção dos seus destinatários. Como aponta Paulo Camara, ao tratar da distinção entre ofertas públicas e privadas: “[o] objetivo desta distinção entre oferta pública e particular é o de procurar isolar uma categoria de ofertas em que à partida os destinatários das mesmas sejam carecidos de maior protecção. Trata-se, pois, de uma diferença que se pretende qualitativa entre determinadas ofertas, cujos destinatários vão ser à partida definidos como aqueles que são carecidos de mais protecção (*need of legal protection*) – os destinatários de ofertas públicas” (CAMARA, 2009, p. 576-577).

²⁷ Para uma análise mais aprofundada sobre a natureza jurídica da OPA e sua sujeição aos dispositivos do Código Civil (especialmente artigos 421 e seguintes) cf. Carvalhosa (1978) e Comparato; Salomão Filho (2014, p. 220-222).

²⁸ Como lembra Paulo Camara: “qualquer oferta pública, voluntária ou obrigatória, deve dirigir-se a todos os titulares dos valores mobiliários que dela são objecto. Este princípio da generalidade da oferta (*all holders rule*) constitui uma decorrência do carácter público da oferta, vedando qualquer discriminação entre os potenciais destinatários” (CAMARA, 2009, p. 603).

²⁹ A Instrução CVM nº 361, em seu art. 2º, inciso IV define OPA voluntária como aquela que “visa à aquisição de ações de emissão da companhia aberta, que não deva realizar-se segundo procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores”.

ou por uma exigência legal ou uma condição imposta para se atingir um determinado fim, que resultam nas OPA obrigatórias.³⁰

Atualmente, o regime jurídico das OPA decorre da Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2002,³¹ que prevê diversas espécies de ofertas e estabelece procedimentos e requisitos – gerais³² e específicos – para elas.³³

A instrução, em seu art. 2º, em linha com a Lei das S.A., elenca como OPAs obrigatórias³⁴: (i) a OPA para cancelamento de registro (prevista também no art. 4º, §4º, Lei das S.A.); (ii) a OPA por aumento de participação (prevista no art. 4º, §6º, Lei das S.A.); e (iii) a OPA por alienação de controle (prevista no art. 254-A, Lei das S.A.). Todas as OPAs obrigatórias estão sujeitas a registro perante a CVM, enquanto os demais tipos de OPA estão sujeitos ao registro apenas quando envolverem permuta por valores mobiliários.³⁵

Esta dissertação tratará especificamente das OPAs definidas como obrigatórias pela Instrução CVM nº 361/2002. Isso porque, uma análise envolvendo também as OPAs voluntárias expandiria demasiadamente o objeto deste trabalho, pois uma análise semelhante das OPAs voluntárias abrangeria a OPA para aquisição de controle, prevista no art. 257 da Lei das S.A. (e as diversas questões decorrente dessas ofertas, especialmente em situações de disputa pela aquisição do controle), as *poison pills* e as OPA para saída de segmento de

³⁰ Nas palavras do ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade: “OPA obrigatória é aquela realizada por força de uma norma, ou como condição imposta por uma norma para alcançar-se um outro fim. (...) OPA voluntária, por oposição, é aquela realizada não em cumprimento de uma norma que imponha a obrigação de realizar a oferta, mas sim em atendimento exclusivamente à intenção do ofertante de adquirir ações mediante apelo público aos vendedores” (Processo CVM 2007/5587, Relator SRE, julgado em 29.05.2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0003/5505-0.pdf>. Acessado em 22.08.2016).

³¹ A Instrução CVM nº 361/2002 foi alterada pela alterada pelas Instruções CVM nº 436/2006, 480/2009 e 487/2010 e 616/2019.

³² Por exemplo, a obrigação de sigilo sobre a OPA até seu anúncio ao mercado, procedimentos relacionados à liquidação financeira da oferta, intermediação, laudo de avaliação (quando aplicável), publicidade, leilão, etc.

³³ Em termos de técnica normativa: “[a]figura-se cientificamente mais rigoroso distinguir as normas gerais das especiais, com primazia dada às primeiras. O regime das ofertas públicas de aquisição demonstra esta tendência ao fazer tratar as OPAs em geral antes de regular as OPAs obrigatórias. Evitam-se, deste modo, antinomias normativas, incoerências sistemáticas, repetições escusadas ou remissões em abundância” (CAMARA, 2009, p. 575)

³⁴ A definição da OPA como obrigatória segue as definições propostas no art. 2º, incisos I, II e III, da Instrução CVM nº 361/2002.

³⁵ A distinção entre OPA obrigatória e voluntária tem, portanto, um efeito prático. Outro exemplo deste efeito é o caso de modificação ou mesmo revogação da oferta, que nos casos de OPA obrigatória só pode ocorrer mediante expressa autorização da CVM, sendo necessária a comprovação de uma alteração substancial e imprevisível no quadro fático que acarrete um aumento substancial dos riscos assumidos pelo ofertante. Por outro lado, na OPA voluntária, a modificação da oferta pode ocorrer sem a manifestação da CVM, desde que o ofertante tenha sujeitado a oferta à implementação de certas condições contratualmente estipuladas (art. 4º, inciso VIII, da Instrução CVM nº 361).

listagem (incluindo a possibilidade de unificação do procedimento dessas ofertas com outras OPAs obrigatórias³⁶), figuras comuns no direito brasileiro e fontes de diversos debates.

1.2.2. As funções e disfunções e suas implicações no objeto de estudo

Esta dissertação procura analisar as OPAs pela ótica de suas finalidades – isto é, a partir do fim que cada uma das ofertas se propõe a alcançar (BOBBIO, 2001, p. 75), em termos de política regulatória. Assim, serão identificadas as funções idealmente atribuídas a cada uma das OPAs obrigatórias para, então, avaliar suas estruturas (conformada pela Lei das S.A., pela regulação da CVM ou, ainda, pela interpretação do regulador) é capaz de atender a esses fins. Em alguns casos, será possível identificar que esses instrumentos jurídicos não serão aptos a atingir os fins propostos e, por isso geram o que será tratado como *disfunção*.

O recorte escolhido impõe algumas restrições ao objeto de estudo, sobretudo em relação à extensão e profundidade da análise que será feita em relação às regras aplicáveis às OPAs.

E isso é especialmente relevante porque, embora a Instrução CVM nº 361/2002 tenha seus méritos (a instrução cria um regime jurídico único para as OPAs e, a despeito de algumas alterações nos últimos anos, perdura no tempo), ela pode ser fonte de diversas críticas, formuladas a partir de ângulos distintos, que vão desde regras procedimentais que passam a perder o seu sentido com o aumento da complexidade do mercado de capitais brasileiros³⁷ até críticas relacionadas às premissas adotadas pelo legislador ao formular a hipótese de incidência de uma OPA.³⁸

Esta dissertação não pretende tratar de todos os eventuais problemas e dificuldades que possam surgir com a aplicação da Instrução CVM nº 361/2002 no processo de registro de uma oferta. Certamente, a realidade prática impõe desafios que tornam a aplicação da norma mais ou menos complexa, a depender do caso.

Algumas dessas vicissitudes, contudo, não configuram, para fins deste trabalho, verdadeiras *disfunções* das regras aplicáveis às OPAs e, por isso, não fazem parte do objeto

³⁶ Cf. Hatanaka (2015).

³⁷ Um exemplo recente é a regra de interferência compradora em casos de OPAs concorrentes para aquisição de controle de companhia aberta, que foi objeto de alteração por meio da Instrução CVM nº 616/2019.

³⁸ É o caso, como se verá, da utilização do termo *porcentagem*, no art. 4º, §6º, para a incidência da OPA por aumento de participação.

de estudo desta dissertação – embora, sem dúvidas, devam ser objeto de análise, especialmente na tentativa de aperfeiçoamento da regulação.

Os problemas que serão apontados ao longo desta dissertação, seja em relação aos pressupostos teóricos das OPAs obrigatórias, seja quanto a pontos específicos de seu procedimento (isto é, sua estrutura), estarão limitados às previsões legais e regulamentares que demonstram a *funcionalidade* da oferta (sua adequação entre meios e fins) ou sua *disfuncionalidade* – sempre sob a perspectiva do fim que a norma pretende atingir.

1.3. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta dissertação está dividida em 5 capítulos, incluindo esta introdução e a conclusão. Cada um dos demais capítulos analisa uma das OPAs obrigatórias.

No capítulo 2, será examinada a OPA para cancelamento de registro. As premissas para essa oferta serão tratadas a partir das implicações do fechamento de capital no regime jurídico da companhia, sobretudo sob o ponto de vista do acionista minoritário. Em seguida, descreve-se o procedimento desta OPA e sua evolução histórica até as inovações trazidas pela Lei nº 10.303/2001 e a Instrução CVM nº 361/2002.

O capítulo 3 trata da OPA por aumento de participação. O contexto histórico desta oferta é fundamental para entender o motivo por trás de sua criação. Por isso, o capítulo inicia com uma perspectiva histórica das operações de “fechamento branco de capital”. Em seguida, é analisado o atual procedimento da OPA por aumento de participação e os diversos problemas decorrentes das suas hipóteses de incidência, fixadas pela Lei das S.A. e pela Instrução CVM nº 361/2001. Além disso, examina-se um problema específico em relação ao procedimento desta oferta que, embora tenha sido sanado, sua existência indicava um desvio claro da regulação quanto aos pressupostos dessa oferta.

No capítulo 4, será analisada a OPA por alienação de controle. Também neste caso, o histórico legislativo por trás do art. 254-A da Lei das S.A. é uma premissa importante para entender a função atribuída a esta oferta no ordenamento jurídico brasileiro. A partir daí, é possível traçar algumas conclusões quanto à finalidade da OPA por alienação de controle em termos de modelo regulatório escolhido pelo legislador. Em seguida, apresenta-se a problemática envolvendo o fato gerador da OPA prevista no art. 254-A, ante as diversas formas de manifestação do controle, e as dificuldades inerentes à alienação indireta do controle.

Por fim, no capítulo 5, serão expostas as conclusões deste trabalho.

5. SÍNTESE CONCLUSIVA

Nesta dissertação, foram exploradas as funções e disfunções das OPAs obrigatórias, partindo-se da premissa de que elas são instrumentos regulatórios criados para solucionar falhas de mercado. Elas são, portanto, procedimentos excepcionais, que garantem uma saída de liquidez aos acionistas em hipóteses de alterações relevantes na estrutura de uma companhia.

Neste sentido, a *OPA para cancelamento de registro* é uma forma de criar barreiras para o fechamento de capital da companhia, sem, contudo, inviabilizar completamente a operação. A medida evita comportamentos oportunistas do acionista controlador, que poderia alterar o regime jurídico da companhia à revelia dos acionistas minoritários, que, por sua vez, investiram em uma sociedade dotada de determinadas características (entre elas, ativos com um pressuposto de liquidez) e sob algumas proteções. Diante dessa situação, a OPA garante aos acionistas minoritários uma última saída de liquidez em mercado, com salvaguardas políticas e econômicas, balanceando e coordenando os interesses envolvidos na operação.

Como se procurou demonstrar neste trabalho, a OPA para cancelamento de registro atinge os seus fins, pelos seguintes motivos:

- (i) embora a decisão de fechamento de capital parta do acionista controlador ou da administração (na hipótese de a própria companhia ser a ofertante), o procedimento dessa oferta proporciona aos demais acionistas a possibilidade de vetar a operação. Ao exigir um quórum mínimo de aceitação, deixa-se a cargo dos acionistas detentores de ações em circulação a aprovação quanto à perda do pressuposto de liquidez de seus títulos e das garantias oferecidas pelo regime jurídico das companhias abertas;
- (ii) o conceito de preço justo, previsto na Lei das S.A., e os mecanismos de proteção ao preço ofertado são instrumentos importantes para tornar a oferta economicamente atrativa aos acionistas. O conceito de preço justo oferece, ainda, contornos relevantes para viabilizar o questionamento do preço ofertado – do contrário, o próprio debate que envolve a sua revisão seria esvaziado;
- (iii) o art. 10, §2º, da Instrução CVM nº 361/2002 é um mecanismo capaz de eliminar eventuais riscos relacionados ao dilema do prisioneiro ao qual os acionistas

minoritários poderiam se deparar no momento de realização da OPA para cancelamento de registro; e

- (iv) é possível que ocorram distorções no procedimento da OPA para cancelamento de registro, envolvendo, por exemplo, a correta identificação de acionistas detentores de ações em circulação ou a revisão do laudo de avaliação. No entanto, esses problemas são pontuais e eminentemente casuísticos, por isso, não constituem disfunções intrinsecamente ligadas ao atingimento da finalidade da oferta.

A *OPA por aumento de participação*, por outro lado, é um caso de disfunção. Historicamente, a oferta foi concebida em um contexto específico, como remédio para o problema do “fechamento branco de capital” e os problemas daí decorrentes (como a distorção no processo de formação de preço da ação). Apesar de, na prática, ela inibir essas operações, dada a sua estrutura, essa OPA procura tutelar também (ao menos em tese) a liquidez das ações remanescentes em circulação.

Diante disso, o que se demonstrou nesta dissertação foi que:

- (i) os efeitos da OPA por aumento de participação estão além e aquém do que lhe é esperado. Seus efeitos vão além dos objetivos proposto porque atingem aquisições que, eventualmente, não caracterizam um “fechamento branco de capital”. Isso porque o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. abarca todo movimento de progressiva concentração de novas posições acionárias por parte do acionista controlador, independentemente do fato de esses movimentos causarem um efetivo impedimento de liquidez. E é essa a disfunção fundamental da OPA por aumento de participação e o motivo pelo qual seus efeitos encontram-se aquém do que deveriam. A ferramenta criada para, em última análise, sanar um problema de liquidez, é incapaz de aferir com precisão justamente o bem jurídico que pretende proteger;
- (ii) os critérios legais e regulamentares eleitos para aferir um impedimento de liquidez são inaptos para esse fim. Ao relacionar o impedimento de liquidez a uma *porcentagem* de ações detidas pelo acionista controlador, a Lei das S.A. ignora atributos típicos de um ativo líquido. Além disso, a regulamentação estabelece, independentemente da situação fática de cada companhia, o mesmo limite para as aquisições do acionista controlador. Ela assume que a aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação pelo controlador terá os mesmos efeitos sobre companhias com quantidades de ações em circulação diferentes;

- (iii) os critérios legais e regulamentares estabelecem, no máximo, uma constatação *formal* de um eventual impedimento de liquidez. Com efeito, os critérios para se chegar a este percentual de concentração que impediria a liquidez das ações são complexos e inadequados. Os parâmetros adotados pelo Regulamento do Novo Mercado, por exemplo, são mais simples e são capazes de aferir, com maior precisão, a liquidez das ações.

Por fim, a *OPA por alienação de controle* é outro caso de disfunção.

Como se demonstrou, esta oferta tem uma *dupla-função*. A primeira, baseada no histórico legislativo do art. 254-A da Lei das S.A., é assegurar o tratamento igualitário entre os acionistas, estendendo aos acionistas minoritários a oportunidade de sair da companhia, assim como fez o alienante, em condições mais ou menos semelhantes àquelas que foram oferecidas ao detentor do bloco de controle. Em um contexto no qual impera o controle concentrado e a alta extração de seus benefícios privados, de forma que o sobrepreço das ações de controle não reflète apenas um atributo próprio da posição de acionista controlador ou a capacidade de rendimentos futuros da companhia sob nova gestão, essa OPA é uma forma de repartir com os acionistas minoritário uma riqueza que, a princípio, lhes seria desviada.

A segunda função está calcada na doutrina, nos precedentes da CVM, e em uma constatação da realidade brasileira, na qual as estruturas de controle das companhias abertas são predominantemente concentradas. Assim, o art. 254-A confere uma saída de liquidez aos acionistas minoritários ante uma alteração relevante no quadro acionário da companhia.

Ocorre que, conforme se demonstrou no Capítulo 4, embora a regra de tratamento igualitário faça sentido no contexto brasileiro, a estrutura da OPA por alienação de controle apresenta as seguintes disfunções:

- (i) o tratamento igualitário (ou equitativo) só existiria, de fato, se fosse dado a todos os acionistas da companhia cujo controle é transferido a opção de participar da venda, alienando suas ações pelo mesmo preço das ações do controlador – independentemente de terem direito a voto ou não;
- (ii) a norma traz uma série de dificuldades em sua aplicação e a falta de critérios e balizadores mais bem definidos torna-se um verdadeiro impeditivo para o atingimento de seus fins. Isso fica evidente nos casos de alienação de controle de companhias com controle minoritário, em que a falta de parâmetros para a incidência

da oferta cria obstáculos para a consecução do tratamento igualitário aos acionistas e a concessão de um “direito de saída” ante a alteração do quadro acionário. Esta dissertação procurou oferecer alguns balizadores para dirimir esse problema, como a definição de um percentual fixo para a presunção de incidência da OPA; e

- (iii) no mesmo sentido, a aplicação do art. 254-A em casos de alienação indireta de controle traz um problema que lhe é inerente: a dificuldade de calcular o preço da oferta, o que, na prática, inviabiliza o cumprimento da regra de tratamento igualitário aos acionistas da sociedade controlada. Este problema vem à tona quando é necessário comparar companhias que possuem características distintas, inviabilizando a garantia de tratamento igualitário aos acionistas da sociedade cujo controle foi indiretamente alienado.

A análise realizada nesta dissertação, no entanto, não é exaustiva. Como se procurou deixar claro no início deste trabalho, não fazem parte de seu objeto todos os problemas e dificuldades que possam surgir com a aplicação da Instrução CVM nº 361/2002 no processo de registro de uma oferta, à luz dos desafios que a complexidade da realidade fática nos impõe. Algumas dessas vicissitudes não configuram, para fins desta dissertação, verdadeiras *disfunções* das regras aplicáveis às OPAs – embora, sem dúvidas, devam ser objeto de análise, especialmente na tentativa de aperfeiçoamento da regulação.

Os problemas que foram apontados aqui, seja em relação aos pressupostos teóricos das OPAs obrigatórias, seja quanto a pontos específicos de seu procedimento (isto é, sua estrutura), limitaram-se às previsões legais e regulamentares que demonstram a *funcionalidade* da oferta (sua adequação entre meios e fins) ou sua *disfuncionalidade* – sempre sob a perspectiva do fim que a norma pretende atingir.

Ainda assim, esta análise pode ser um ponto de partida para repensarmos a adequação desses instrumentos e a necessidade de alterações estruturais em seu regime legal e regulamentar.

Referências bibliográficas

- AKERLOF, George. "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism". In **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 84, 1970. Disponível em: <https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/Akerlof%201970.pdf>. Acessado em: 01.02.2020.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros, 2014.
- ANDREWS, William. "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares". **Harvard Law Review**, Boston, v. 78, p. 505-563, 1965.
- ANDREZO, Andrea Fernandes. "A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária – efetivo avanço?". In **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 130, São Paulo: Malheiros, abr./jun. 2003, p. 160-179.
- BAFIN. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Bonn/Frankfurt, 2001. Disponível em: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpUEG_en.html?nn=8236218. Acessado em: 29.10.2019.
- BANCEL, Franck; MITTOO, Usha R. "Why Do European Firms Go Public?". In **European Financial Management**, v. 15, n. 4, p. 844-884, 2009. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x>. Acessado em 10.01.2020.
- BATOR, Francis M. "The Anatomy of Market Failure". In **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 72, pp. 351-379, 1958. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1882231?seq=1>. Acessado em: 01.02.2020.
- BEBCHUK, Lucian A. "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers". In **Harvard Law Review**, vol. 98, p. 1693-1808, 1985. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/hlr.85.pdf>. Acessado em: 01.02.2020.
- _____. "The Pressure To Tender: An Analysis and a Proposed Remedy". **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 12, p. 911-949, 1987. Disponível em: <http://www.djcl.org/wp-content/uploads/2014/08/The-PRESSURE-TO-TENDER-AN-ANALYSIS-AND-A-PROPOSED-REMEDY.pdf>. Acessado em: 10.01.2020.
- _____. "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control". **Quarterly Journal of Economics**, v. 109, p. 957-993, 1994. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=520943>. Acessado em 27.10.2019.

BÉLGICA. Arrêté royal relatif aux offres publiques d'acquisition. 27 abril 2007. Disponível em:

http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=fr&la=F&table_name=loi&cn=2007042770. Acessado em: 29.10.2019.

BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. 2a ed. New York: Transaction Publishers, 1991.

BESSELER, Wolfgang; KAEN, Fred R.; SHERMAN, Heidemarie C. “Going Public: a corporate governance perspective”. In HOPT, Klaus J. et. al. **Comparative Corporate Governance – the State of the Art and Emerging Research**. Oxford: Clarendon Press, 1998, p. 569-605.

BORTOLON, Patricia Maria; SILVA JUNIOR, Annor. “Fatores Determinantes para o Fechamento do Capital das Companhias Listadas na BM&FBOVESPA”. In **Revista de Contabilidade e Finanças**. v. 26, n. 68, p. 140-153, ago. 2015. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/102354>. Acessado em 20.01.2020.

BRANCO, Adriano Castelo. “Breves Notas sobre Ofertas Públicas de Ações no Direito Brasileiro e Governança Corporativa”. In: COUTO SILVA, Alexandre (coord.). **Direito societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações**. Saraiva: São Paulo, 2013.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei n. 1.564 de 1996**. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=2EC8BDA89E5B530142B408E8143A6C06.proposicoesWeb1?codteor=1135039&filename=Dossie+-PL+1564/1996. Acesso em: 29.10.2019.

BOBBIO, Norberto. **Teoria da Norma Jurídica**. Trad. Fernando Pavan Baptista e Ariane Breno Sudatti. Bauro: EDIPRO, 2001.

BRITO PEREIRA, Jorge. **A OPA Obrigatória**. Coimbra: Almedina, 1998.

BRYER Stephen G., STEWART, Richard B., SUNSTEIN, Cass R., SPITZER, Matthew L. **Administrative Law and Regulatory Policy**. 6th ed. New York: Aspen Law & Business, 2006.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Cessão de Quotas de “Holding” de Companhia Aberta”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, **A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)**. 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996a. v. 2.

_____. “Oferta Pública por Alienação de Controle e as Ações Preferenciais com Direito de Voto por Não Pagamento de Dividendos”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, **A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)**. 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996b. v. 2.

_____. “Alienação de Controle e Incorporação de Instituição Financeira”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, **A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)**. 2a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996c. v. 2.

_____. “Grupos de Sociedades”. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). **Direito das Companhias**. 2a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Alienação e Aquisição de Controle”. In **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 59. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985, p. 56-67.

_____. “Características das ações, cancelamento de registro e “tag along””. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

_____. “O Cancelamento de Registro de Companhia Aberta”. In: PEREIRA, Antônio Celso Alves; MELLO, Celso Renato Duvivier de Albuquerque. **Estudos em Homenagem a Carlos Alberto Menezes Direito**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

CAMARA, Paulo. **Manual do Direito dos Valores Mobiliários**. Coimbra: Almedina, 2009.

CORDEIRO, Antonio Menezes. “Ofertas Públicas de Aquisição”. In: **Direito dos Valores Mobiliários**. Lisboa: Lex, 1997.

CARVALHOSA, Modesto. **Oferta pública de aquisição de ações**. São Paulo: Editora Gráfica Cairu, 1978.

_____. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4a ed., revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 4, t. II.

_____.; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial: Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. 6a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CONSOB. Regolamento emittenti Adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999. Aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 21016 del 24 luglio 2019. Itália, ago. 2019. Disponível em: http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_1999_11971.pdf/bd8d1812-6866-473e-8234-c54c75c0363a. Acessado em 29.10.2019.

CVM. **Nota explicativa nº 8**. 1979 Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota008.pdf>. Acessado em 30.12.2019.

_____. OCDE. MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro – Relatório Preliminar**. Brasília, DF: CVM | OCDE | Ministério da Economia, 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20191202_relatorio_preliminar_fortalecimento_dos_meios_de_tutela_reparatoria_dos_direitos_dos_acionistas_no_mercado_de_capitais_brasileiro.pdf. Acessado em 22.12.2019.

DAVIES, Paul; HOPT, Klaus; RINGE, Wolf-Georg. “Control Transactions”. In KRAAKMAN, Reiner et. al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 205-242.

DEMSETZ, Harold. “Why Regulate Utilities”. In **Journal of Law and Economics**, vol. 11, 1968.

DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2005.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. “Private Benefits of Control: An International Comparison”. In **The Journal of Finance**, v. 59, p. 537-600, 2004.

EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel. “Corporate Control Transactions”. In **Yale Law Journal**, n. 91, p. 698-737, 1982. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6728&context=yjlj>. Acessado em: 02.11.2019.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____. “Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública”. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 178-190.

_____. **A Lei das S/A Comentada**. 2a ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015a. v. 4.

_____. **Direito Societário: estudos e pareceres**. São Paulo: Quartier Latin, 2015b.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENRIQUES, Lucas; HERTING, George; KRAAKMAN, Reiner; ROCK, Edward. “Corporate Law and Securities Markets”. In KRAAKMAN, Reiner et. al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 243-266.

FICHTNER PEREIRA, Regis. **A Fraude à Lei**. Rio de Janeiro: Renovar, 1994.

GILSON, Ronald. “Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy”. In **Harvard Law Review**, v. 119, p. 1641-1976, 2006. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/4093529>. Acessado em: 27.10.2019.

GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. “Controlling shareholders”. In **University of Pennsylvania Law Review**, v. 152, p. 785-843, 2003. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3177&context=penn_law_review. Acessado em: 27.10.2019.

HATANAKA, Alex S. “Apontamentos sobre a unificação de ofertas públicas de aquisição de ações”. In **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo: Almedina, vol. 1, 2015.

JAVARAS, George B. “Equal Opportunity in the Sale of Controlling Shares: A Reply to Professor Andrews”. In **University of Chicago Law Review**, v. 32, p. 420-428, 1965.

Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol32/iss3/4>. Acessado em: 27.10.2019.2019.

JESSEN, Michael C. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”. *In The American Economic Review*, v. 76, n. 2, 1986. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/1818789?seq=1#metadata_info_tab_contents. Acessado em: 20.02.2020.

KAHAN, Marcel. “Sales of Corporate Control”. *In Journal of Law, Economics, & Organization*, v. 9, p. 968-379, 1993. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/764857?seq=1#metadata_info_tab_contents. Acessado em: 27.10. 2019.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. “Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform”. *In NBER Working Paper*, nº 7428. 2000. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=227587>. Acessado em: 10.08.2019.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Conceito, Objeto Social e Classes”. *In LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA (Coords.). Direito das Companhias*. 2a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017a.

_____. “Órgãos Sociais”. *In LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA (Coords.). Direito das Companhias*. 2a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017b.

MB ASSOCIADOS. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais**. São Paulo: Bovespa, 2000.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e de capital disperso: eficiências e ineficiências”. *In ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

NENOVA, Tatiana. “The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis”. 2000. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809. Acessado em 10.12.2019.

_____. “Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil”. 2001. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=294064. Acessado em 10.12.2019.

OCHMAN, Renato; FORGIONI, Paula A. “Direito de retirada do acionista no “fechamento de capital” de companhia”. *In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 90. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993, p. 39-51.

OIOLI, Erik. “Obrigatoriedade do *Tag Along* na Aquisição de Controle Diluído”. *In ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. **A Superação do Modelo de Concentração Acionária no Brasil: o Regime Jurídico das Companhias de Capital Disperso na Lei das Sociedades Anônimas.** 2013. 415f. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). **OECD Corporate Governance Factbook.** 2019. Disponível em: www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm. Acessado em 10.12.2019.

PAGANO, Marco; PANETTA, Fabio; ZINGALES, Luigi. “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”. In **The Journal of Finance**. v. LIII, n. 1, p. 27-64, Feb. 1998. Disponível em: <http://www.csef.it/pagano/jf-1998.pdf>. Acessado em 10.12.2019.

PATELLA, Laura Amaral. **Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras: Disciplina Normativa e Pressupostos Teóricos.** 2015. 327f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

PARENTE, Norma. “Principais inovações introduzidas pela lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2011, à lei de sociedades por ações”. In LOBO, Jorge (Coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001.** Rio de Janeiro: Forense, 2002.

_____. “Mercado de Capitais”. In CARVALHOSA, Modesto (coordenação). **Tratado de Direito Empresarial.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. VI.

PENNA, Paulo Eduardo. **Alienação de Controle de Companhia Aberta.** São Paulo: Quartier Latin, 2012.

_____. “Fechamento Branco de Capital e Oferta Pública de Aquisição de Ações por Aumento de Participação”. In HANSZMANN, Felipe (Org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado e Capitais.** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

PITTA, André Grunspun. **O Regime de Informações das Companhias Abertas.** São Paulo: Quartier Latin, 2013.

_____. “Art. 21”. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coords.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76.** São Paulo: Quartier Latin, 2015a.

_____. “As funções das regras de proteção aos acionistas nas operações sobre o controle societário: a insuficiência do arcabouço normativo brasileiro. In NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e (coordernador). **Direito Societário Contemporâneo II.** São Paulo: Malheiros, 2015b.

_____. **A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários.** São Paulo: Quartier Latin, 2019.

MARTINEZ, Isabelle; SERVE, Stephanie. “The Delisting Decision: The Case of Buyout Offers with Squeeze-Out (BOSO)”. 2010. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1717018>. Acessado em 10.12.2019.

ROCK, Edward. “Securities Regulation as Lobster Trap: a credible commitment theory of mandatory disclosure”. In **Cardozo Law Review**, v. 675, p. 675-704, 2002. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/643/. Acessado em 10.12.2019.

ROCK, Edward; DAVIES, Paul; KANADA, Hideki, KRAAKMAN, Reiner; RINGE, Wolf-George. “Fundamental Changes”. In KRAAKMAN, Reiner et. al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 172-203.

SANTOS, Isabela Travaglia. **Gerenciamento de Resultados em Fechamento de Capital**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4a ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SIMON, Karen K. **Artigo 254-A da Lei das S.A.: estudo sobre a adequação e funcionalidade da norma**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2017.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010.

SCHWARCZ, Steven. “Rethinking the disclosure paradigm in a world of complexity”. In **University of Illinois Law Review**, 2004. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=336685. Acessado em 07.01.2020.

SKOG, Rolf. **Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis**. Amsterdam: SUERF, 1997. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/11a8/cbad578d0330d7b53f6d52854b193f8779f8.pdf>. Acessado em: 10.12.2019.

STIEGLER, George; FRIEDLAND, Claire. “What can regulators regulate? The case of electricity”. In **Journal of Law and Economics**, vol. 5, 1962.

SZTAJN, Rachel. “Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 126. São Paulo: Malheiros, 2002.

_____. “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários”. In **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Malheiros, nº 135, 2004.

TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

TÁCITO, Caio. “Comissão de Valores Mobiliários. Poder Regulamentar”. In **Temas de Direito Público**. São Paulo: Renovar, 1997. t. II.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. Vol. 2. São Paulo: José Bushtasky Editor, 1979.

WALD, Arnaldo; MORAES, Luiza Rangel de. “Da Análise da Interpretação da Instrução CVM 299/99”. In **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

WALD, Arnaldo. “Exame do conceito de “Ações em Circulação” para fins do procedimento de fechamento de capital”. In **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, v. 57, p. 317-340, 2012.

WELLISCH, July Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018

_____. “Art. 8º”. In CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

YAZBEK, Otavio. “Privatizações e relação entre interesses públicos primários e secundários – alterações na legislação societária brasileira”. In **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 120. São Paulo: Malheiros, 2000, p. 100-110.

_____. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

_____. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In FILKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Orgs.). **Sociedades Anônimas**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

_____. “Reflexões sobre a Atividade Sancionadora da CVM em Caso de Descumprimento de Regras de Direito Societário”. In YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). **Processo Societário II: adaptado ao Novo CPC – Lei nº 13.105/2015**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. II.

_____. “A OPA por Aumento de Participação em um Mercado em Transformação”. In ROSSETI, Maristela Abla; PITTA, Andre Gruspun (Coords.). **Governança Corporativa – avanços e retrocessos**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.