TIAGO ANGELO DE LIMA

**A transferência de controle nas companhias de capital aberto
com controlador minoritário e a oferta pública de aquisição de ações
prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76: O caso TIM**

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Dra. Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2019

TIAGO ANGELO DE LIMA

**A transferência de controle nas companhias de capital aberto
com controlador minoritário e a oferta pública de aquisição de ações
prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76: O caso TIM**

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 de título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação da Professora Dra. Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2019

Autorizo a divulgação integral deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo ou pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo da Publicação

**Serviço da Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**

Lima, Tiago Angelo

A transferência de controle nas companhias de capital aberto com controlador minoritário e a oferta pública de aquisição de ações prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76: O caso TIM. / Tiago Angelo de Lima; orientadora Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca – São Paulo, 2019.

162 laudas

Dissertação (Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial)
– Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2019

Nome: LIMA, Tiago Angelo

Título: A transferência de controle nas companhias de capital aberto com controlador minoritário e a oferta pública de aquisição de ações prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76: O caso TIM.

Dissertação apresentada à 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.

Aprovado em: _____

Banca Examinadora

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

RESUMO

LIMA, Tiago Angelo. *A transferência de controle nas companhias de capital aberto com controlador minoritário e a oferta pública de aquisição de ações prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76: O caso TIM*. Dissertação (Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2019.

A mandatória oferta pública de aquisição de ações, inicialmente contida no art. 254 até o ano de 1997 – e posteriormente reintroduzida pelo art. 254-A no ano de 2001 –, representa a positivação do tratamento igualitário, no direito brasileiro, a ser conferido aos acionistas minoritários nas operações de alteração de controle acionário nas companhias abertas. Até os idos dos anos 2000, as companhias nacionais foram caracterizadas pela concentração acionária, com a clássica figura do acionista controlador majoritário, que detém mais de 50% do capital votante da companhia. Não havia, desta maneira, maiores discussões acerca do controlador alienante, já que era usualmente majoritário, portanto facilmente verificável. Todavia, o mercado de capitais brasileiro sofreu, essencialmente a partir desse período, mudanças significativas na estrutura acionária das companhias abertas. Notadamente, no âmbito do Novo Mercado, observa-se a relevante dispersão do capital social das companhias nele listadas, inédito no país até então. Normas que, por tradição, haviam sido utilizadas em ambiente de forte concentração acionária passaram a ser desafiadas em cenário de maior dispersão, o que vem gerando uma série de enfrentamentos, tanto pela doutrina quanto pelos próprios órgãos de regulação do mercado de capitais, em especial a CVM. A oferta pública decorrente de alienação do poder de controle tem sido objeto de questionamentos, de modo que o mercado tem tido severas dificuldades em aplicá-lo em operações que envolvam a transferência de controle minoritário ou diluído. O Caso TIM, objeto central do presente estudo, demonstra que não há consenso no país quanto à aplicação da regra que regula as operações de alienação de controle minoritário ou diluído, o que gera relevante insegurança jurídica no mercado brasileiro de controle acionário. Os Diretores da CVM, ao apreciarem o icônico caso, não puderam alcançar consenso quanto aos limites da regra e firmar entendimento sobre sua aplicação aos casos semelhantes ao analisado naquela oportunidade. O trabalho procurou demonstrar a preferência ao regramento proposto pelo estabelecimento de um percentual mínimo presuntivo de controle, tal como ocorre nas regras atinentes da

Diretiva Europeia 2004/25/EC, especialmente no que concerne à previsibilidade e à segurança jurídica dela possivelmente resultantes. Ainda, também se concluiu ser apropriada a possibilidade de, mediante autorregulação, realizar consulta prévia ao CAF acerca da necessidade de realizar OPA em determinada aquisição de participação acionária.

Palavras-chave: Alienação de controle. *Tag Along*. Poder de Controle. Controle Minoritário. Poder Diluído. Oferta Pública. Companhias Abertas. Sociedades Anônimas.

ABSTRACT

LIMA, Tiago Angelo. The transfer of control in publicly-held companies with a minority controlling shareholder and the public offer for the acquisition of shares provided for Article 254-A of Law 6404/76: The Tim case. Dissertation (Master's Degree - Post-Graduate Program in Commercial Law) – Law School, University of São Paulo, 2019.

The mandatory public offer for acquisition of shares, initially contained in Article 254 until 1997 and subsequently reintroduced by Article 254-A in 2001, represents the affirmation of equal treatment in Brazilian Law to be conferred to minority shareholders in the control acquisition operations of publicly-held companies. Before such rule, the Brazilian corporate control market worked, with no substantial difficulties, until the end of the 2000s. This fact happens due to national companies historically have been characterized by stockholding concentration, with the classic figure of majority controlling shareholder holding over 50% of the voting capital of the company. There was no further discussion about the alienating controller, since it was usually majoritarian, therefore easily verifiable. However, in the last fifteen years, the Brazilian capital market has undergone significant changes in the shareholding structure of publicly traded companies. Notably, the ‘Novo Mercado’ in Brazilian Stock and Exchange Commission demonstrates in its listed companies a significant dispersion of the social capital, which until then was unprecedented in the country. On the face of it, in an environment of strong stock concentration, the standards began to be challenged in a scenario of greater dispersion, which has generated a series of clashes, both by the literature and the regulatory bodies of the capital market, specially CVM, the Brazilian Securities and Exchange Commission. More precisely, the public offer resulting from the alienation of the power of control, outlined in Article 254-A of the Brazilian Corporate Law has been the subject of discussions, so that the market has had severe difficulties in applying it in transactions involving the transfer of minority or diluted control. The ‘TIM Case’, the central scope of the present study, shows that there is no consensus in the country regarding the application of the rule contained in Article 254-A of the Brazilian Corporate Law to the operations of alienation of minority or diluted control, which generates legal uncertainty in the Brazilian stock control market. The Directors of the CVM could not reach consensus on the limits of the rule and, therefore, this precedent could not establish an understanding of

its application to similar cases. We are in line, here, with the rule proposed by the establishment of a minimal percentage that could presume control of the company, especially considering qualities such as predictability and legal certainty, which are highly desirable in a context of change of control. Still, it seems correct that, through self-regulation, the possibility of prior consultation to CAF on the need to conduct a takeover bid for a specific acquisition of shareholding.

Keywords: Sale of control. Tag Along. Power of Control. Minority Control. Diluted Power. Public Offer. Publicly-held Companies. Corporate Law.

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, gostaria de agradecer imensamente à Profa. Priscila M. P. Corrêa da Fonseca que, sob sua orientação, deu-me a valiosa oportunidade de participar do Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito do Largo de São Francisco. Sem dúvida, foi um grande prazer e uma responsabilidade enorme conduzir o presente trabalho sob seus ensinamentos, os quais foram essenciais para o desenvolvimento da dissertação aqui apresentada. Apenas gratidão resume o sentimento tido nesta jornada acadêmica. Agradeço igualmente aos Professores com quem tive o prazer de cursar as disciplinas oferecidas pelo Departamento de Direito Comercial no deslinde do curso, especialmente aos Profs. Eduardo Secchi Munhoz, Francisco Satiro de Souza Junior, José Alexandre Tavares Guerreiro, Mauro Rodrigues Penteado e Paulo Fernando Campos Salles de Toledo.

Também gostaria de agradecer ao Lobo de Rizzo Advogados, na pessoa dos meus amigos, companheiros de equipe e mentores Luis Fernando Guerrero e Hugo Tubone Yamashita, por todo o apoio – pessoal e institucional –, conferido a mim neste último e decisivo ano de Pós-Graduação. Deixo aqui, finalmente, meus agradecimentos aos colegas de arcadas da eterna Turma 180 que, mesmo após anos da nossa Graduação em Direito, continuam presentes nos momentos mais importantes de minha vida.

*Aos meus pais, Cirilo e Vera,
por todas as renúncias e pelo amor incondicional.*

*Às minhas irmãs, Daniela e Luciana,
pelos exemplos de resiliência.*

*À minha esposa Camila,
pelo brilho nos olhos que me move.*

O conceito de controle de fato, sujeito em cada caso ao grau de dispersão do capital da sociedade e ao absenteísmo dos demais acionistas, é bastante útil para a apuração de responsabilidades em episódios específicos, mas pode trazer insegurança se for utilizado para avaliar a incidência ou não da obrigação de realização de OPA por alienação de controle.

Em suma, entendo que se hoje existem companhias no Brasil em que não há dúvida de que o controle é exercido por determinados acionistas minoritários - seja por que detêm participações extremamente relevantes e têm prevalecido em assembleias ao longo do tempo, por estarem vinculados por acordos de voto ou pela participação mais evidente na própria gestão da companhia -, há outras situações em que essa caracterização seria muito difícil de obter tão claramente, e em que seria de extrema valia a existência de critérios conhecidos e públicos para essa análise.

Entendo, por isso, que é fundamental o esforço de construção de critérios que permitam tornar mais previsível e segura a avaliação a ser feita nos casos concretos.

(CVM - Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, em voto proferido no Processo CVM RJ nº 2009/1956)

SUMÁRIO

SUMÁRIO	11
ABREVIATURAS E SIGLAS	14
LISTA DE TABELAS	16
LISTA DE FIGURAS	17
INTRODUÇÃO.....	18
CAPÍTULO I - EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CONTROLE ACIONÁRIO E A INTRODUÇÃO DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NO ORDENAMENTO BRASILEIRO	24
1.1 Mercado de controle acionário e o surgimento da proposta de regulação	24
1.2 Histórico da introdução da Oferta Pública de Aquisição de Ações no ordenamento brasileiro	34
1.2.1 Projeto de Lei nº 1.042/1972	34
1.2.2 O Anteprojeto e o Projeto de Lei nº 2.559/1976.....	36
1.2.3 Sanção e promulgação da Lei nº 6.404/1976.....	45
1.2.4 A Resolução CMN nº 401/1976	47
1.2.5 Considerações sobre o histórico apresentado	49
CAPÍTULO II - A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES	51
2.1 Definição e finalidade da oferta pública de aquisição de ações	51
2.2 Natureza Jurídica da oferta pública de aquisição de ações	52
2.3 Espécies de ofertas públicas de aquisição de ações	54
2.4 A OPA prevista no art. 254: o precursor do tratamento igualitário na Lei das S.A.55	
2.4.1 Extinção do art. 254 e consequências experimentadas no mercado	57
2.5 Introdução do art. 254-A à Lei das S.A.	59
2.6 Elementos constitutivos da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A.....	61
2.6.1 Destinatários da oferta e o percentual mínimo de 80%	61
2.6.3 A adoção do termo “alienação”	62
2.6.4 A definição de “ações integrantes do bloco de controle”, alterações dentro do bloco de controle e o rol contido no § 1 do art. 254-A	62
2.6.7 A OPA em alienação indireta de controle	64
2.6.8 A alternativa conferida pelo § 4º do art. 254-A da Lei das S.A.	65
2.7 A OPA nas hipóteses de alienação de controle minoritário.....	66

2.7.1	Corrente pela não aplicação do art. 254-A às operações de alienação de controle minoritário	66
2.7.2	Corrente pela aplicação do art. 254-A às operações de alienação de controle minoritário	71
2.7.3	Corrente por nova regulação - necessidade de substituição de “alienação” por “aquisição” de controle.....	73
2.7.4	Considerações sobre a OPA por alienação de controle	77
CAPÍTULO III - PODER DE CONTROLE NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....		79
3.1	Conceito de poder de controle	79
3.1.1	O controle interno	80
3.1.2	O controle externo	87
3.2	A figura do acionista controlador na legislação brasileira.....	88
3.3	A fattispecie de controle para a disciplina de alienação de controle	91
3.4	Considerações sobre o poder de controle nas sociedades anônimas	93
CAPÍTULO IV - O NOVO MERCADO, A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO BRASIL E A CRIAÇÃO DO CAF.....		95
4.1	O Novo Mercado da B3 – Regulamento e Principais Inovações.....	95
4.2	Evolução da dispersão acionária no Brasil	98
4.3	A criação do CAF e principais características	105
4.4	Considerações sobre a dispersão acionária e as medidas autorregulatórias	108
CAPÍTULO V - A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CONTROLE ACIONÁRIO NO DIREITO ESTRANGEIRO.....		110
5.1	O modelo da União Europeia de regulação do mercado de controle acionário.....	110
5.1.1	Reino Unido	111
5.1.2	Espanha	113
5.1.3	Itália	114
5.1.4	França.....	115
5.2	A regulação do mercado de controle acionário no Chile.....	117
5.3	O modelo norte-americano de regulação do mercado de controle acionário	119
5.4	Considerações sobre a regulação estrangeira do mercado de controle acionário ..	122
CAPÍTULO VI - A CVM E A OPA PREVISTA NO ART. 254-A DA LEI DAS S.A.		123
6.1	O papel da CVM na alienação de controle de companhias abertas	123
6.1.1	A Instrução CVM nº 361/2002	124

6.2	O Caso TIM - Processo CVM RJ nº 2007/14344 e nº 2009/1956.....	125
6.2.1	O objeto da discussão – alienação de participação acionária na Itália	125
6.2.2	Voto do Diretor Relator Eliseu Martins.....	131
6.2.3	Voto do Diretor Eli Loria.....	137
6.2.4	Voto do Diretor Otávio Yazbek.....	138
6.2.5	Voto da Diretora Presidente Maria Helena Santana	140
6.2.6	Resultado do Julgamento do Caso TIM.....	142
6.3	Considerações sobre o posicionamento exarado pela CVM no Caso TIM	142
6.3.1	Ineditismo do caso e sinalização pela aplicação do art. 254-A	142
6.3.2	Nacionalidade das partes e a qualificação da legislação aplicável	143
SÍNTESE CONCLUSIVA E CONSIDERAÇÕES SOBRE AS PROPOSTAS		
DOCTRINÁRIAS PARA ENCAMINHAMENTO DO TEMA		150
BIBLIOGRAFIA		154

ABREVIATURAS E SIGLAS

AMEC	Associação de Investidores no Mercado de Capitais
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
Anteprojeto	Anteprojeto de Lei elaborado por Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira, que deu origem à Lei das S.A.
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
Bacen	Banco Central do Brasil
CAF	Comitê de Aquisições e Fusões
Caso TIM	Processo CVM RJ nº 2007/14344 e nº 2009/1956
Circular	Circular CAF nº 2014/001, de 27 de janeiro de 2014
CMN	Conselho Monetário Nacional
Código CAF	Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
Instrução	Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002
Instrução CVM nº 361/2002	Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002
RD 1066/2007	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julho de 2007
Diretiva Europeia	Diretiva Europeia 2004/25/EC, publicada no Jornal Oficial da União Europeia em 30.04.2004
IPO	Oferta Pública Inicial de Ações
Lei das S.A.	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Lei nº 6.385/76	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976
LICC	Lei de Introdução ao Código Civil
LINDB	Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro – Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942
Novo Mercado	Segmento de listagem Novo Mercado da B3
OPA	Oferta Pública de Aquisição de Ações
Projeto de Lei nº 1.042/1972	Projeto de Lei nº 1.042, de 22 de novembro de 1972
Projeto de Lei nº 2.559/1976	Projeto de Lei nº 2.559, de 31 de março de 1976

Resolução	Resolução CMN nº 401, de 22 de dezembro de 1976
Resolução CMN nº 401/1976	Resolução CMN nº 401, de 22 de dezembro de 1976
SRE	Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM
<i>Takeover Panel</i>	<i>Panel on Takeovers and Mergers</i>
TUF	<i>Testo Unico della Finanza – Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58</i>
<i>UK Takeover Code</i>	Código do Reino Unido de Transferência de Controle

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Resultados encontrados por Leal, Silva e Valadares	99
Tabela 2 - Listagens de 2000 a 2007	100
Tabela 3 - Quadro Resumo - Resultados Camila Martes.....	108
Tabela 4 - Votos proferidos pelos Diretores da CVM	142

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Organograma TIM Participações S.A.....	126
---	-----

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a pertinência, adequação e aplicabilidade da oferta pública de aquisição de ações (OPA) prevista no art. 254-A da Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A.) no contexto do mercado de controle acionário¹ brasileiro, mais precisamente nas operações de transferência de controle das companhias de capital aberto com controlador minoritário. Nesse sentido, a princípio, o presente texto não será dedicado às aquisições originárias de controle e, sim, às operações que tenham como pressuposto a existência de controle anterior, vinculando-se muito mais ao sentido de transferência em detrimento de aquisição pura, sem a existência de controlador anterior. Tal afirmação se justifica, pois o que se busca analisar são justamente as operações em que há a figura do controlador preexistente, todavia minoritário ou diluído.

Vale asseverar também que, por estrita delimitação do escopo e corte metodológico da disciplina a ser estudada, deixar-se-á de se dedicar às medidas de defesa contra ofertas públicas para aquisição de controle. Trata-se de tema pujante, o qual possui complexidade e robustez para dedicação própria em estudo apartado.

Diante do cenário exposto, o presente estudo trabalhará com o caso emblemático conhecido como “Caso TIM”², visando identificar a real dificuldade enfrentada pelo mercado e pelos operadores do direito em aplicar, com a segurança jurídica que o tema merece, o art. 254-A da Lei das S.A. às operações de transferência de controle minoritário, e de que forma ordenamentos estrangeiros têm tratado sobre o tema.

O papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o modo com que a matéria tem sido tratada pela autarquia também serão objetos de estudos específicos. Ainda que a CVM tenha se manifestado sobre elementos diversos e operações que envolvem a realização

¹ O mercado de controle acionário nada mais representa que uma das formas de concentração empresarial, comumente identificadas pela expressão “fusões e aquisições”. Conforme Munhoz (2013, pp. 132-133): “A evolução do sistema capitalista e as ondas de fusão e aquisição permitem aludir à existência de um mercado de controle acionário, ou seja, um espaço econômico onde ocorre a troca do poder de controle exercido sobre as empresas (...). No caso do controle acionário, a ideia de que os bens devem ser alocados ao seu uso mais produtivo tem importância crucial. Trata-se de corolário do princípio da função social da empresa. Sendo a empresa a célula econômica da sociedade, a alocação do comando dessa atividade (e dos bens produtivos a ela associados) a quem lhe pode conferir o uso mais produtivo gera efeitos positivos para além das partes envolvidas no negócio – externalidades positivas (a situação oposta pode produzir efeitos negativos – externalidades negativas)”.

² Processo CVM nº RJ 2009/1956.

de OPA, será aqui buscado o pronunciamento objetivo sobre as operações vinculadas à transferência de controle minoritário, mais precisamente no âmbito do Caso TIM, adotado como pedra de toque do presente estudo.

Também serão objetos de aprofundamento, para fins de encaminhamento do problema, as correntes doutrinárias atualmente existentes acerca do assunto, bem como as respostas recentemente construídas pelo mercado e de que forma tais balizas poderão ser difundidas como meio de atenuação da insegurança atualmente presenciada. Há, no mercado, movimento de autorregulação que dialoga com o objetivo do presente estudo, haja vista representar um dos caminhos que podem ser trilhados para a superação da imprecisão legislativa que traz ao mercado relevante desconfiança.

Deve-se rememorar que a Lei das S.A., com a sua promulgação em 1976, introduziu no ordenamento brasileiro o princípio do tratamento igualitário, conferindo aos acionistas não participantes do bloco de controle a possibilidade de participar do prêmio experimentado nas operações de alienação de controle, até então unicamente usufruído pelo acionista controlador alienante. Diante de tal regramento, o mercado de controle acionário brasileiro caminhou, sem maiores dificuldades, até os idos dos anos 2000. Isso porque as companhias nacionais, historicamente, foram caracterizadas pela concentração acionária, com a clássica figura do acionista controlador majoritário, que detém mais de 50% do capital votante da companhia³. Não havia, desta maneira, maiores discussões acerca do controlador alienante, já que era usualmente majoritário, portanto facilmente verificável. O controle concentrado é, portanto, “um dado da realidade brasileira” (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 77).

Todavia, o mercado de capitais brasileiro passou, essencialmente nos últimos quinze anos, mudanças significativas na estrutura acionária das companhias abertas. Notadamente, no âmbito do Novo Mercado⁴, observa-se a relevante dispersão do capital social das companhias nele listadas, inédito no país até então. Gorga (2009, p. 445) lançou holofotes sobre o tema em cotejo e, ao analisar dados referentes aos anos de 2006 e 2007, constatou que, no Novo Mercado, considerando somente as companhias que são destituídas de controlador majoritário (65 das 92 companhias que serviram de universo para o estudo), a

³ É o que apontam os estudos de GORGA (2009, p. 501): “Brazil traditionally had capital markets that could not sufficiently finance corporations because of high discounts applied to security prices. Brazilian firms were characterized by strong ownership concentration and weak corporate governance”. Em tradução livre: “O Brasil, tradicionalmente, teve mercado de capitais que não poderia financiar, suficientemente, as companhias por conta do elevado desconto aplicado aos preços dos valores mobiliários. Companhias brasileiras eram caracterizadas pela forte concentração de propriedade e fraca governança corporativa”.

⁴ O Novo Mercado é o segmento de listagem criado pela então BM&FBovespa em 2000.

média percentual de ações detidas pelo maior acionista das companhias ali listadas era de 26,23% das ações (GORGA, 2009, Table 8, p. 523).

Martes (2014, p. 54 e 54), em dissertação de Mestrado na qual foi analisada, dentre outros elementos, a “estrutura de capital dominante entre as companhias listadas no Novo Mercado, mediante levantamento das participações societárias de maior relevância”, constatou que 37 das 129 companhias objeto do estudo (28,68%) possuíam a figura de um único acionista detentor de participação superior a 50% do capital social total. Das companhias restantes (92 ou 71,32% do total de 129 companhias), 37 delas (28,68% do total) declararam em seus formulários de referência que o maior acionista não figurava como acionista controlador⁵, ao passo que 55 companhias (42,64% do total) classificaram seu maior acionista como controlador, porém detentores de participação que não alcança a maioria do capital social da companhia.

Trata-se, portanto, de cenário bastante distinto daquele historicamente encontrado no mercado de capitais brasileiro. Referido apontamento nos permite afirmar que o Novo Mercado experimenta situação bastante peculiar: há relevante participação de companhias sem a figura histórica ao menos no Brasil do acionista controlador majoritário. Há a preponderância, em dito segmento, de companhias com certo grau de dispersão, todavia com a presença de blocos minoritários capazes de influir substancialmente nas decisões tomadas pelos administradores⁶.

Tendo isso em mente, destaca-se que os legisladores que discutiram, elaboraram e editaram as leis atinentes ao tema (notadamente a Lei das S.A., da década de 1970) tomaram como base as características vivenciadas naquele momento pelas companhias então constituídas. A lógica do ordenamento pátrio, no que tange às companhias de capital aberto, foi pautada no modelo de preponderância, ou quase de unanimidade, da presença do acionista controlador majoritário⁷.

⁵Trata-se de declaração unilateral prestada pelas companhias, as quais compreendiam, a partir de seus quadros acionários, não contar com a existência de acionista controlador.

⁶“Embora o processo de transformação verificado no Brasil tenha observado velocidade surpreendente, sobretudo, a partir de 2004, o padrão ainda dominante, no Novo Mercado, é o de companhias com algum grau de dispersão do capital, mas caracterizadas pela presença de blocos minoritários, assim entendidos os que são capazes de exercer o poder de controle (controle minoritário ou de fato) ou, no mínimo, de influenciar de forma significativa os administradores” (MUNHOZ, 2011a, p. 339).

⁷GORGA (2009, p. 501) assevera, em tradução livre: “A lei brasileira sobre as sociedades foi elaborada com o tradicional controlador majoritário. A lei brasileira impõe mais responsabilidades aos acionistas controladores do que aos administradores. Muitos problemas que podem emergir em companhias sem controlador claro representarão significativa dificuldade para a lei atual”: No texto original: “the Brazilian Corporate Law was designed with the traditional controlling shareholder in mind. Brazilian law imposes more responsibilities on

Em outros termos, levando-se em consideração que a legislação pátria foi construída sob a égide da forte concentração acionária e, uma vez evidenciada a realidade encontrada atualmente no Novo Mercado, tem-se que determinados institutos, historicamente aplicados sob essa ótica da presença do controlador majoritário, passaram a ser questionados. Só que agora sob o ponto de vista do controle minoritário encontrado em parcela das companhias brasileiras de capital aberto, essencialmente naquelas listadas no Novo Mercado.

Normas que, por tradição, foram utilizadas em ambiente de forte concentração acionária passaram a ser desafiadas em cenário de maior dispersão, o que vem gerando uma série de enfrentamentos, tanto pela doutrina quanto pelos próprios órgãos de regulação do mercado de capitais, em especial a CVM. A oferta pública decorrente de alienação do poder de controle é exemplo disso, de modo que o mercado tem tido severas dificuldades em aplicá-la em operações que envolvam a transferência de controle minoritário ou diluído.

Pereira (1995, p. 191), já nos idos da década de 1990, apontava para a dificuldade enfrentada pelo mercado nas ocasiões em que determinada operação de alienação de participação acionária envolvendo bloco representativo do controle minoritário da companhia:

(...) os casos de mais difícil deslinde são aqueles em que houve aquisição do poder de controle mediante a venda de um bloco significativo de ações votantes, sem

controlling shareholders than on managers. However, this legal model is being challenged as ownership structures change. Many problems that may emerge in companies without clear controlling shareholders will present significant difficulties for the current law". No mesmo sentido, Munhoz (2010, p.311): "A orientação bem denota o grau de concentração do controle nas companhias abertas do país. O paradigma único tomado pelo regulador é o da companhia com controlador majoritário, cujo poder é sempre objeto de alienação. Não houve preocupação com a hipótese de aquisição originária do controle, simplesmente porque tal possibilidade era inexistente na realidade brasileira até pelo menos os anos 2000, em virtude da estrutura extremamente concentrada do capital até então vigente". Cerezetti (2013, p. 963) defende em mesma linha, em tradução livre: "Uma das finalidades confessas da Lei das S.A. de 1976 (lei nº 6.404) foi a de fortalecer os conglomerados nacionais, assim favorecendo o aprimoramento do modelo de concentração de propriedade. Como resultado, a estrutura de governança das corporações públicas brasileiras é caracterizada pela presença de acionistas controladores fortes, com administradores geralmente subservientes aos interesses dos controladores, assim como quase nenhuma participação de outras partes interessadas nas decisões negociais. Aqui, as decisões históricas e políticas explicam amplamente as razões pelas quais a concentração de propriedade não é exceção, mas a regra. O design de propriedade em tais termos conduz para a regulação de transações de controle focada principalmente, se não exclusivamente, na negociação de controle das companhias controladas": No texto original: "One of the declared purpose of the Corporate Law of 1976 (Law n. 6,404) was to fortify national conglomerates, thereby favoring the enhancement of concentrated ownership patterns. As a result, the governance structure of Brazilian public corporations is characterized by the presence of strong controlling shareholders, managers who are usually subservient to the controller's interests, and almost no participation of other stakeholders in business decisions. Here, the historical and political decisions largely explain the reasons why concentrated ownership is not an exception, but the rule. The ownership design in such terms led to a regulation of control transactions focused mainly, if not solely, on the control negotiations of controlled companies (...)"

que, no entanto, o alienante dessas ações fosse previamente o acionista controlador da sociedade nos termos da Lei 6.404 (...).

E, desde então, Gorga (2009, p. 501)⁸, Munhoz (2011a, p. 20)⁹ e Boechem (2012, p. 73)¹⁰, dentre outros autores, vêm apontando para a dificuldade em torno do tema e a necessidade de criação de sistemática própria e moderna, mais adequada ao perfil de dispersão atualmente experimentado no mercado de capitais nacional. O posicionamento de Cerezetti (2011, p. 27) é exatamente nesta linha:

A completa disciplina das situações de aquisição de controle de companhias abertas deveria constituir uma das prioridades da política pública brasileira no que tange ao mercado de capitais (...). O adequado tratamento do tema exige que a estrutura acionária das companhias seja levada em consideração, de forma que os instrumentos jurídicos criados se apresentem aptos a lidar com companhias de capital concentrado e diluído.

Haja vista as correntes doutrinárias que surgiram em torno do tema, somadas às medidas autorregulatórias encaminhadas pelos agentes do mercado de capitais nacional, mostra-se desejável averiguar a adequação e a aplicabilidade da OPA no cenário contemporâneo verificado no mercado de capitais brasileiro, notadamente no Novo Mercado. Há três correntes nacionais distintas que apresentam encaminhamento próprio para a celeuma. A primeira delas entende que o art. 254-A é aplicável às operações de alienação de controle minoritário ou diluído, devendo ser verificado, caso a caso, o exercício do controle pelo acionista alienante para, então, averiguar se deverá ser imposta a realização de OPA. A segunda corrente afasta a necessidade de realização da OPA nas operações de

⁸ Em tradução livre: “Com o crescente nível de dispersão de propriedade, será mais difícil determinar quando uma transação de controle estará ocorrendo. Uma alienação de trinta por cento das ações com direito a voto ainda é uma alienação de controle? O que dizer sobre a alienação de dez por cento das ações com direito a voto? O que dizer sobre a alienação de dez por cento das ações com direito a voto por acionista que faz parte de acordo de acionistas controladores? Não há, até o momento, diretivas claras para responder tais questionamentos”. No texto original: “With the increasing level of ownership dispersion, it will be more difficult to determine when a control transaction is taking place. Is a sale of thirty percent of the voting shares still a control sale? What about a sale of ten percent of the voting shares? What about a sale of ten percent of voting shares by a shareholder who has entered into a control shareholder agreement? There are still no clear guidelines for answering these questions”.

⁹ “A necessidade de conferir uma disciplina sistemática e mais ampla à modificação da titularidade do poder de controle comparativamente ao que se verificava até há pouco, quando parecia suficiente a análise do negócio de *alienação do controle acionário*, bem ilustra como são amplos e significativos os impactos da transformação da estrutura da propriedade do capital de companhias brasileiras sobre o direito societário”.

¹⁰ “(...) tornou-se fundamental compreender e delimitar detalhadamente o conceito legal de controle, para que os interessados na aquisição do controle de uma companhia aberta possam estruturar seus investimentos de forma eficiente e prever com segurança se a estrutura adotada será ou não caracterizada como uma alienação de controle sujeita à realização de OPA (...)”.

alienação de controle minoritário. Entende-se, desse modo, que a regra seria aplicável somente às operações de alienação de controle majoritário. Em terceiro, tem-se a corrente que propõe a aproximação do ordenamento brasileiro às regras decorrentes da Diretiva Europeia, a qual estabelece um percentual mínimo presuntivo de controle que, uma vez atingido, impõe ao adquirente a realização de OPA. Tal regra partiria da presunção de controle e, ao seu turno, contemplaria exceções a serem verificadas no caso concreto, como, por exemplo, a não preponderância nas últimas três assembleias gerais da companhia. Como será demonstrado no curso desta dissertação, afasta-se aqui da segunda corrente, uma vez que parece inadequado o entendimento de que o art. 254-A seria aplicável somente às operações que envolvam controle majoritário. Levando-se em consideração que ordenamento pátrio reconhece, expressamente, o controle minoritário, não se vislumbra como possível não aplicar a OPA do art. 254-A quando alienado tal controle para um terceiro. A primeira corrente, embora compreendida como correta e em linha com o ordenamento atualmente vigente, acaba por imprimir elevada insegurança jurídica ao mercado de controle acionário, o que contribui para a manutenção de estruturas ineficientes de controle. Em tais termos, é bastante desejável o regramento proposto pela terceira corrente, especialmente no que concerne à previsibilidade e à segurança jurídica dela resultantes.

SÍNTESE CONCLUSIVA E CONSIDERAÇÕES SOBRE AS PROPOSTAS DOUTRINÁRIAS PARA ENCAMINHAMENTO DO TEMA

Observa-se, a partir do todo exposto, que a questão acerca da alienação do controle minoritário, de fato, e a consequente aplicação do art. 254-A da Lei das S.A. a tais casos, não está pacificada no Brasil. O Caso TIM demonstrou, a partir dos votos proferidos pelo Colegiado, que a questão é controversa, não havendo consenso em relação à alienação de controle minoritário nas companhias abertas brasileiras.

No que tange à aplicação da regra às operações de transferência de controle minoritário - concordamos, tecnicamente, com o quanto disposto por Otávio Yazbek no Caso TIM, ao defender que a OPA, nas operações de transferência de participação que não atinjam a maioria absoluta, deva ser analisada caso a caso. O raciocínio parece correto e em linha com o ordenamento pátrio atualmente vigente, afinal, o controle é fato, o qual dependerá de apreciação do caso concreto. Guerreiro (2009, p. 217) também caminha nesse sentido.

Todavia, entendemos que a solução em tela traz ao mercado demasiada imprevisibilidade, o que resta por colaborar com a manutenção de estruturas ineficientes de controle, as quais, em ambiente de maior segurança jurídica, poderiam ser mais facilmente substituídas por estruturas mais eficientes, o que poderá gerar ganhos para o mercado de maneira geral. Parece-nos que o investidor, diante do cenário atualmente observado, assumirá postura mais conservadora, tendo em vista que poderá, em momento futuro, ser compelido a realizar OPA que, inicialmente, não estava programada na operação realizada.

De outra ponta, soa extremada a solução atribuída pela corrente que defende a não aplicação do art. 254-A às operações de alienação de controle minoritário, uma vez que, além de representar interpretação que não apreende, ao nosso ver, o espírito da norma, causaria severo descompasso em relação às companhias cujo controle é majoritário, dando-lhes tratamento legal diverso para a mesma situação. E mais, a bifurcação proposta traria consequências econômicas de grande monta, e em prejuízo aos acionistas minoritários, o que não justificaria a adoção de tal entendimento pela CVM.

O ordenamento pátrio, como apresentado ao longo deste trabalho, contempla o controle minoritário e, de acordo com a lição de Oioli (2011, p. 323), a dificuldade

encontrada em alguns casos para a sua perfeita caracterização não poderia, em nenhuma hipótese, resultar em não aplicação da OPA por alienação de controle a tais hipóteses. Em outros termos, na lição de Azevedo (2010, p. 233), os conceitos de estabilidade e permanência podem ser encontrados em diferentes graus, sem que, contudo, deixem de restar caracterizados.

Diante disso, entendemos pertinente e adequada a propositura de nova visão acerca do tema, liderada pela terceira corrente aqui apresentada, assim como pelas medidas autorregulatórias recentemente tomadas pelo mercado para trazer ao tema maior confiabilidade e previsibilidade.

No que compete à terceira corrente, compreendemos que, de um lado, o foco no efeito *ex post*, ou seja, no resultado da operação em que há o surgimento de um novo controlador, contorna toda a problemática encontrada, por exemplo, no Caso TIM, em que houve ampla discussão acerca da existência, ou não, de controlador preexistente. Tem-se, a partir da solução proposta, viés muito mais objetivo à caracterização da operação cuja regulação é desejada para a proteção dos acionistas minoritários.

Por outro lado, o enfoque puro e simples no resultado da operação ainda não extirparia, em nosso entender, as discussões decorrentes do efetivo surgimento de novo controlador nas hipóteses em seja objeto da operação participação relevante, mas não majoritário. Ou seja, ainda que possa ser afastada a necessidade de buscar, no caso concreto, a identificação do controlador já constituído, remanesceria acirrada discussão acerca do resultado da operação, se o acionista adquirente da participação acionária (minoritária) passou a ser o efetivo acionista controlador.

A solução poderia ser, pautando-se no modelo atualmente vigente, aguardar os resultados das assembleias gerais subsequentes, bem como o resultado da nomeação dos administradores da companhia por dito acionista. Todavia, tal solução não nos parece, a princípio, ser adequada para o escopo de minimizar os embates tidos em torno da matéria. Isso porque a celeuma em torno do surgimento de novo controlador seria estendida nesse ínterim, o que poderia culminar em instabilidade social e insegurança na condução dos negócios da companhia.

Assim, voltar os holofotes para a situação *ex post* necessitaria de complemento. Munhoz (2013, p. 353), atento para tal fragilidade, aponta que a solução deveria englobar a presunção relativa de controle mediante o atingimento de determinada participação acionária. Tal critério, bastante objetivo, e em conjunto com a não dedicação de análise ao

cenário acionário preexistente à operação, elevaria o patamar de segurança jurídica na aplicação da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A.. Ou seja, a substituição da “alienação” pela “aquisição” de controle, em conjunto com percentual presuntivo de controle, conduziria, ao nosso entender, o mercado de controle acionário para novo patamar de segurança e confiabilidade.

Cremos que a adoção de tal modelo poderá trazer ao mercado de capitais nacional ferramenta mais condizente com o cenário de relativa dispersão acionária que se observa, especialmente no bojo do Novo Mercado da B3. Além disso, a solução em tela restaria alinhada com as regras estabelecidas pela Diretiva Europeia, tal como observado ao longo deste trabalho. Caberia ao legislador brasileiro encontrar percentual presuntivo de controle que seja mais adequado à realidade brasileira, já que percentuais em torno de 30% seriam demasiadamente baixos para o mercado de capitais nacional, como apontado por Munhoz (2013).

Em paralelo, eventual predomínio nas últimas assembleias gerais de acionistas – em número objetivamente definido – também representaria baliza interessante a ser adotada para fins de caracterização de controle. A predominância, por exemplo, nas três últimas assembleias gerais ordinárias da companhia por determinado acionista poderia, também, induzir automaticamente ao reconhecimento de acionista controlador cuja participação, se alienada, daria ensejo à obrigação de lançar OPA para os demais acionistas¹⁶¹. Tais medidas, ao que nos parece, seriam benéficas ao mercado de controle acionário, de modo que poderiam servir como meios de incentivo para o incremento de operações de transferência de controle.

Por fim, no que concerne às iniciativas autorregulatórias endereçadas pelo mercado, mesmo que ainda não tenham alcançado relevante adesão, merecem atenção e representam alternativas robustas para o encaminhamento do tema. Além do já exposto, destacamos a

¹⁶¹ Carvalhosa, poucos anos após a edição da Lei das S.A., já apontava para a insuficiência da definição então trazida pela Resolução nº 401, de 1976, do Banco Central do Brasil: “Desse conceito regulamentar deduz-se que será considerado controlador aquele acionista ou grupo minoritário que consiga aglutinar, nas Assembleias Gerais, a maioria absoluta. O requisito de permanência, neste caso de controle minoritário, conta-se pela reiteração do fenômeno nas três últimas Assembleias Gerais da companhia. Portanto, não há um critério temporal absoluto, na medida em que o Regulamento não fala, v.g., em três exercícios sociais. Assim, numa companhia conturbada, inclusive por tentativas de assunção de controle, podem ocorrer, num mesmo exercício social e até num curto espaço de tempo, diversas Assembleias Gerais. Neste caso, o grupo que obtiver a aglutinação dos votos para o efeito de decidir as matérias da pauta será considerado controlador. Por outro lado, esse grupo controlador poderá manter-se como tal por um curto período de tempo, na medida em que outro grupo concorrente ou novas composições no colégio acionário ou, ainda, dissidências no próprio grupo controlador venham, em seguida, a preencher o requisito regulamentar. Daí a constatação da precariedade do requisito de permanência que decorre do controle minoritário” (CARVALHOSA, 1979, pp. 143-144).

Circular nº 2014/001 editada pelo CAF, por meio da qual são regulados os procedimentos de Adesão, Consulta Prévia, Consulta, Reclamação e Procedimento Administrativo¹⁶². A Circular prevê a possibilidade de que o CAF seja consultado sobre determinada operação e manifeste entendimento sobre a operação que se intenta realizar. Trata-se de ferramenta valiosa, uma vez que poderia afastar futuros questionamentos à transferência de determinada posição acionária. A consulta poderia versar, por exemplo, sobre a necessidade ou não de realização de OPA em decorrência de aquisição de certo bloco de ações, vinculando-se as partes ao parecer a ser exarado pelo CAF.

É justamente o que ocorreu na consulta realizada por JBS S.A., cuja resposta, pelo CAF, foi divulgada em 11.05.2016¹⁶³. Naquela ocasião, a JSB submeteu ao CAF reorganização societária com a transferência nominal direta de controle, mantendo-se os controladores indiretos. Mais precisamente, após a operação narrada, os controladores finais permaneceriam inalterados. O CAF, diante das informações prestadas pela companhia consultante, emitiu resposta aduzindo que não havia a necessidade de ser realizada OPA por alienação de controle¹⁶⁴. É certo que pareceres como o acima referido são desejáveis, uma vez que colaboram para a construção de ambiente fértil no mercado de capitais brasileiro.

Assim, como invocado pela Diretora Maria Helena Santana em trecho reproduzido na epígrafe deste trabalho, “o esforço de construção de critérios que permitam tornar mais previsível e segura a avaliação a ser feita nos casos concretos” poderia, nos termos aqui apresentados, avançar por meio da nova regulação defendida pela corrente apresentada essencialmente por Munhoz (2013, p. 350), em aproximação ao modelo estabelecido pela Diretiva Europeia.

¹⁶² Disponível em <<http://cafbrasil.org.br/site/wp-content/uploads/2015/05/Circular-CAF-2014-001.pdf>>. Acesso realizado em 17.08.2018.

¹⁶³ Trata-se da Resposta à Consulta Prévia CAF 01/2016, disponível em <<http://cafbrasil.org.br/site/wp-content/uploads/2016/05/17-Resposta-a-Consulta-Previa-CAF-01-2016-publicado-no-site.pdf>>. Acesso realizado em 17.08.2017.

¹⁶⁴ “A alteração nominal de controle descrita acima, no entender do Comitê ad Hoc, não implica alienação de controle e, por isso, não impõe a realização da respectiva OPA, uma vez que o bloco de controle continua o mesmo”.

BIBLIOGRAFIA

AGUIAR, Danilo Augusto Barboza de. Proteção dos acionistas minoritários das sociedades anônimas abertas como forma de promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n. 22 v.6, p.88-127, 2003.

ANDREZZO, Andrea Fernandes. A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária – efetivo avanço? *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 130, p. 160-179, 2003.

ANDREWS, William D. The Stockholder's right to equal opportunity in the sales of shares. *Harvard Law Review*, Vol. 78, 1965.

ARMOUR, John e SKEEL JR, David A. Who writes the rules for hostile takeovers, and why? – The peculiar divergence of US and UK takeover regulation, *Faculty Scholarship. Paper 687*, 2007.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Bookseller, 2001.

AULETTA, Giuseppe; SALANITRO, Niccolo. *Diritto Commerciale*. 19ª Ed. Milão: Giuffré Editore, 2012.

AZEVEDO, Luis André N. de Moura. *Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luis André N. de Moura, *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010

BARBOSA, Marcelo S. *A proteção dos direitos dos acionistas minoritários e o mercado de capitais – Fusões e Aquisições: Aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB/IbmecLaw, 2002.

BARROSO, Heller R. A Alienação de Controle Acionário de Companhia Aberta e o Dever de Informação ao Mercado. *Revista de Direito Mercantil, Comercial, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 38, n 116, p. 157-161, 1999.

BAYNE, David C. The Sale-of-Control Premium: The Definition. *Minnesota Law Review*, n. 53, 1969.

_____. The Sale-of-Control Premium: The Disposition. *California Law Review*, vol. 57, Issue 3.

BEBCHUK, Lucian A. *Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers*. Harvard Law Scholl, v. 98, p. 1693-1808, 1985. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=432701>. Acesso em 23 de jul 2017.

_____. *Efficient and inefficient sales of corporate control*. The Quaterly Journal of Economics, v. 109, p. 957-992, 1994. Disponível em: <<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/qje.94.pdf>>. Acesso em 23 jul. 2017.

_____. e ROE, Mark J. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*. Stanford Law Review 52, 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=202748>>. Acesso em 23 jul. 2017.

_____. *A rent-protection theory of corporate ownership and control*. Julho de 1999, NBER WorkingPaper No. W7203. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=203110>>. Acesso em 23 jul. 2017.

BERLE JR., Adolf A. *The Price of Power: Sale of Corporate Control*. Cornell Law Review, nº 50, 1965. Disponível em <<http://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2454&context=clr>>. Acesso em 23 jul. 2017.

_____; MEANS, Gardner C. *The Modern corporation and private property*. New Brunswick e London: Transaction Publishers. 10th Printing, 2010.

BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antônio Gledson de; GORGA, Érica. The corporate governance of privately controlled Brazilian firms. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1003059>. Acesso em 23 jul. 2017.

BM&F BOVESPA. *Segmentos de listagem*. [2016] Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em 23 jul. 2017.

BOECHEM, Felipe Tavares. (In)exigibilidade de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle - uma análise da jurisprudência da CVM. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. v.51. n.161/162. p.72-99. jan./ago. 2012.

BRADLEY, Michael. *Interfirm tender offers and the Market for corporate control*. The Journal of Business, v. 53, pg. 345-376, 1980.

BUDENOV, Yerkin, Protection of Minority Shareholders: Mandatory Bid or Partial Bid Rule. (Janeiro, 2016). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2869979> Acesso em: 17 jul. 2017.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. *A CVM e a lei aplicável para a qualificação das alienações indiretas de controle realizadas no exterior*. In PENTEDADO, Mauro (coord). *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e aquisição de controle. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Ano XXI, N. 59, Julho-Setembro, 1985.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

_____. *O desaparecimento do controlador nas companhias com ações dispersas*. In: ADAMEK, Marcelo von. *Termas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____; KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Sociedades Anônimas*. In CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de direito empresarial*. v. III. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro (Org.). *Direito societário – desafios atuais*. São Paulo: QuartierLatin, 2009.

_____; AZEVEDO, Luís André N. de M. (Org.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CEREZETTI, Sheila. C. N. *Aligning Corporate Governance Private Regulation with the Public Interest: A Look at the Pitfalls of the Brazilian Takeover Private Regulation*. The International Lawyer, V. 46, p. 959-985, 2013. Disponível em: <<http://www.producao.usp.br/bitstream/handle/BDPI/49040/sheila%20cerezetti.html?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em 23 jul. 2017.

_____. *Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. (Org.). *Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas de Direito*. São Paulo: Malheiros, 2012.

_____. *A Aquisição de Controle de Companhias Abertas no Brasil: Por uma Disciplina Atenta às Diferentes Estruturas Acionárias*. *Mitteilungen der Deutsch-Brasilianischen Juristenvereinigung*, v. 1, 2011.

COFFEE JUNIOR, John C. Do norms matter? A cross-country examination of the private benefits of control. *Columbia Law and Economics Working Paper n° 183*, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=257613>>. Acesso em 23 jul. 2017.

_____. The Rise of Disperses Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control. *Columbia Law and Economics Working Paper n° 182*, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=254097>>. Acesso em 23 jul. 2017.

COMPARATO, Fábio Konder. *A cessão de controle acionário é um negócio mercantil?* In: COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. *Direito empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. *Control transactions*. In: KRAAKMAN, Reinier et al (Org.). *The anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*. 2ª Ed. New York: Oxford University Press, 2009.

DINIZ, Maria Helena. *Lei de Introdução ao Código Civil Brasileiro Interpretada*. 16ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2011.

DONAGGIO, Angela Rita F.; SERAFIM, Tatiana Flores G.; WELLISCH, Julya M. *Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o Novo Mercado*. In PENTEDADO, Mauro (coord). *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EASTERBROOK, F.H.; FISCHER, Daniel R. Corporate Control Transactions. *Yale Law Journal*, n° 91, 1982. Disponível em:

<http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2164&context=journal_articles>. Acesso em 23 jul. 2017.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

_____. Oferta pública de aquisição: interpretação do art. 254-A da Lei das S.A. *Revista de Direito da Associação dos Procuradores do Novo Estado do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro. v.14. p.73-86. 2004.

_____. *Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, AZEVEDO, Luís André N. de Moura, *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

ENRIQUES, Luca. The mandatory bid rule in the Takeover Directive: harmonization without foundation? *European Company and Financial Law Review*, v.1, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=702461>. Acesso em 23 jul. 2017.

_____; MILLER, Geoffrey. A simple theory of takeover regulation in the United States and Europe. *Cornell International Law Journal*, v. 42, 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1497083>. Acesso em 23 jul. 2017.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, vol. 25, 1970, pp. 383-417.

FRANCO, Vera Helena de Mello. Considerações sobre a OPA. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 144, p. 16-40, 2008.

GILSON, Ronald J. Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*, v. 119, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=784744>. Acesso em 23 jul. 2017.

_____; GORDON, Jeffrey. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=417181>. Acesso em 23 jul. 2017.

GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 29. 2009. p. 439-554.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima. Reorganização societária. Alienação de ações. Alienação de controle direta e indireta: inocorrência. Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo, v. 12. n. 45, jul/set. 2009.

HANSEN, Jesper. *When less would be more: the EU Takeover Directive in its latest apparition*. Columbia Law Journal of European Law, v. 9, No. 2, 2003, p. 275-298.

HIRATA, Augusto Jorge. *A companhia aberta no Novo Mercado: Rumo à dispersão do capital?* In PENTEDADO, Mauro (coord). *Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

KUMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais*. Do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. São Paulo: Renovar, 2007.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio e SHLEIFER, Andrei. *Corporate ownership around the world*. NBER Working Paper No. W6625, 1998. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=226343>>. Acesso em 23 jul. 2017.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A. – pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____; _____. *Direito das Companhias*, São Paulo: Forense, 2017.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LEAL, Ricardo; CARVALHAL-DA-SILVA, André L. *Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile)*. In: LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; CHONG, Alberto. *Investor protection and corporate governance: firm level evidence across Latin America*. Stanford: Stanford University Press, 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=726261>. Acesso em 23 jul. 2017.

LOBO, Jorge. Interpretação realista da alienação de controle de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 40, n 123, p. 7-22, 2001.

LUCCA, Newton de; NAJJARIAN; Ilene Patrícia de Noronha. *Comentários à disciplina normativa da oferta pública de aquisições de ações estabelecida pela Instrução CVM nº 361, alterada pela nº 487, de 25 de novembro de 2010*. In: VIANA, Bernardo; CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. (Org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais - Homenagem ao Professor Osmar Brina*. 1ª Ed. São Paulo: QuartierLatin, 2011.

MANNE, Henry G.. Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, Nº. 2. (Apr., 1965), pp. 110-120.

MARTES, Camilla Ribeiro. *Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no novo mercado*. Dissertação (Mestrado na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação da Professora Doutora Juliana Krueger Pela). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2014.

MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc. *A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand?* Journal of Banking & Finance, v. 32, 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=820984>. Acesso em 23 jul. 2017.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de Controle Acionário: Alienação e Tomada*. 2011. Tese (Título de Livre-docente em Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2011a.

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

_____. *Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro (Org.). *Direito Societário: desafios atuais*. São Paulo: QuartierLatin, 2009.

_____. *Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de M. (Org.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*, São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. *Transferência de controle nos sistemas de controle concentrado e de capital disperso: eficiências e ineficiências*. In: ADAMEK, Marcelo von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos* (Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França). São Paulo: Malheiros, 2011b.

OIOLI, Erik Frederico. *Oferta pública de aquisição de controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____. *Obrigatoriedade do Tag Along na aquisição de controle diluído*. In ADAMEK, Marcelo von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos* (Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França). São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. *Regime jurídico do capital disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014.

PARENTE, Norma Jonssen. *Tratado de Direito Empresarial - Volume IV – Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

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

PAPAPOULOS, Thomas. The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/. *International and Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 6, No. 3, pp. 13-103, 2008. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1114649> Acesso em: 22 ago. 2018.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação de controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 76. São Paulo: Malheiros, 1989. p. 17 e ss.

PEREIRA, Guilherme Doring Cunha. *Alienação do Poder de Controle Acionário*. São Paulo: Editora Saraiva. 1995.

PRADO, Roberta Nioac. *Análise Crítica do Instituto da Oferta Pública Obrigatória, em Decorrencia da Alienação de Controle de Companhia Aberta, em Face da Realidade Brasileira (artigo 254-A da Lei n. 6404, de 1976)*. Tese (Doutorado na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Luiz Gastão Paes de Barros Leães). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2004.

_____. *Oferta pública de ações obrigatórias nas S.A.: tagalong*. São Paulo: QuartierLatin, 2005.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. Ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SANTANA, Maria Helena. *The Novo Mercado*. In: SANTANA, M.; ARARAT, M.; ALEXANDRU, P.; YURTOGLU, B.; CUNHA, M. *Novo Mercado and its followers: case studies in corporate governance reform*. Washington, DC: International Finance Corporation, 2008. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=927E3E80AF8A530E60EFF761599B75B8?doi=10.1.1.164.4197&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 23 jul. 2017.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Transferência do Controle Acionário – Interpretação e Valor*. Rio de Janeiro: FMF Editora, 2004.

TAYLOR, Celia. The European Takeover Directive: A US Comparison (August 30, 2016); *University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2016-14*. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=2832090>> Acesso realizado em: 28.10.2018.

TESTA, Pedro. *The Mandatory Bid Rule in the European Community and in Brazil: A Critical View*. 2006. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=943089>. Acesso em 23 jul. 2017.

WALD, Arnold. O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 110, pp. 7-15, 1998.

WYMEERSCH, Eddy. *The mandatory bid rule: a critical view*. In: HOPT, K; WYMEERSCH, E. (Org.). *European takeovers – law and practice*. London: Butterworths, 1992.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.