

XXXII CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI SÃO PAULO - SP

DIREITO EMPRESARIAL II

FERNANDO GUSTAVO KNOERR

CINIRA GOMES LIMA MELO

FERNANDO PASSOS

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria - CONPEDI

Presidente - Profa. Dra. Samyra Haydée Dal Farra Naspolini - FMU - São Paulo

Diretor Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC - Santa Catarina

Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa - Pará

Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG - Goiás

Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos - Rio Grande do Sul

Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio - Rio de Janeiro

Vice-presidente Nordeste - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

Representante Discente: Prof. Dr. Abner da Silva Jaques - UPM/UNIGRAN - Mato Grosso do Sul

Conselho Fiscal:

Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - UFMA - Maranhão

Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - SKEMA/ESDHC/UFMG - Minas Gerais

Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UFERSA - Rio Grande do Norte

Prof. Dr. Fernando Passos - UNIARA - São Paulo

Prof. Dr. Ednilson Donisete Machado - UNIVEM/UENP - São Paulo

Secretarias

Relações Institucionais:

Prof. Dra. Claudia Maria Barbosa - PUCPR - Paraná

Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia

Profa. Dra. Daniela Marques de Moraes - UNB - Distrito Federal

Comunicação:

Prof. Dr. Robison Tramontina - UNOESC - Santa Catarina

Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe

Relações Internacionais para o Continente Americano:

Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do sul

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão

Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto - UPM - São Paulo

Relações Internacionais para os demais Continentes:

Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará

Profa. Dra. Sandra Regina Martini - UNIRITTER / UFRGS - Rio Grande do Sul

Profa. Dra. Maria Claudia da Silva Antunes de Souza - UNIVALI - Santa Catarina

Educação Jurídica

Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba - PR

Prof. Dr. Rubens Beçak - USP - SP

Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello - UFMS - MS

Eventos:

Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - FDF - São Paulo

Profa. Dra. Norma Sueli Padilha - UFSC - Santa Catarina

Prof. Dr. Juraci Mourão Lopes Filho - UNICHRISTUS - Ceará

Comissão Especial

Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UFRJ - RJ

Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB - PB

Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec - MG

Prof. Dr. Rogério Borba - UNIFACVEST - SC

D597

Direito empresarial II[Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Fernando Gustavo Knoerr, Cinira Gomes Lima Melo, Fernando Passos – Florianópolis: CONPEDI, 2025.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-65-5274-324-4

Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações

Tema: Os Caminhos Da Internacionalização E O Futuro Do Direito

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito. 3. Empresarial. 2. Direito civil. 3. Contemporâneo.
XXXII Congresso Nacional do CONPEDI São Paulo - SP (4: 2025: Florianópolis, Brasil).

CDU: 34

XXXII CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI SÃO PAULO - SP

DIREITO EMPRESARIAL II

Apresentação

O Grupo de Trabalho reuniu pesquisas que refletem a vitalidade e a complexidade contemporânea do Direito Empresarial brasileiro, evidenciando tanto a evolução normativa quanto os desafios interpretativos que permeiam a atividade econômica em um cenário marcado por transformações tecnológicas, reorganizações societárias, tensões geopolíticas e crescente judicialização. As apresentações, distribuídas em eixos temáticos afins, demonstraram a maturidade acadêmica do debate e a necessidade de contínua renovação teórica e metodológica do campo.

O primeiro bloco concentrou-se na insolvência empresarial, analisada sob perspectivas históricas, dogmáticas e regulatórias. Ferreira e Ferreira examinaram a delicada situação das cooperativas médicas em recuperação judicial ou falência, destacando os impactos sobre consumidores hipervulneráveis e a necessidade de integração entre o regime falimentar e a regulação da saúde suplementar. Em seguida, Maroja apresentou um estudo histórico minucioso sobre a realização do ativo na falência, traçando a evolução legislativa desde o Código Comercial de 1850 até o início do século XX, demonstrando como fundamentos clássicos moldaram a disciplina contemporânea. No campo das cláusulas contratuais, Pereira analisou a oponibilidade da cláusula resolutiva expressa à massa falida, contrastando correntes doutrinárias e reforçando o predomínio de uma leitura que protege a função social da empresa e a integridade do processo falimentar. Por fim, o debate avançou para o cenário comparado com o trabalho de Marshall e Borges, que, ao lado da análise apresentada posteriormente sobre o fresh start em perspectiva estrangeira e no âmbito do PL nº 3/2024, evidenciaram a necessidade de aperfeiçoar o instituto no Brasil para que cumpra sua promessa de recomeço econômico efetivo.

No segundo eixo, as discussões convergiram para estrutura societária, governança e conflitos societários. Oliveira e Bernardes problematizaram a rigidez do balanço de determinação na apuração de haveres, defendendo o papel da autonomia privada e de métodos de valuation mais aderentes à realidade econômica para mitigar riscos de insolvência na retirada de sócios. Ohara, por sua vez, examinou a evolução jurisprudencial do TJSP na aplicação da affectio societatis como critério de dissolução parcial de sociedades anônimas fechadas, ressaltando tensões entre a lógica estrutural das companhias e a recepção ampliada do instituto pelo STJ. Na sequência, Silva analisou a responsabilidade residual post mortem do sócio falecido, defendendo interpretação que fixe o óbito, e não a averbação, como termo inicial do biênio

previsto no art. 1.032 do Código Civil, em favor de maior segurança jurídica e efetividade normativa. Complementando o bloco, Domingues apresentou a nota comercial como alternativa de financiamento para sociedades limitadas, destacando desafios de governança e a necessidade de instrumentos que ampliem o acesso ao crédito no ambiente empresarial brasileiro. O tema da sucessão e continuidade empresarial foi aprofundado por Januzzi, Gontijo e Gontijo, que revisitaram a holding familiar como mecanismo de planejamento sucessório e governança, evidenciando seus potenciais e limites diante das normas cogentes do direito sucessório e societário.

O terceiro bloco voltou-se à interface entre empresa, tecnologia e teoria jurídica. Gênova abordou a transformação do princípio da cartularidade frente à digitalização, propondo sua releitura como Princípio da Plataforma Cambiária, capaz de abarcar documentos físicos e eletrônicos em um sistema jurídico em constante adaptação. Martins e Melo, apoiados no Construtivismo Lógico-Semântico, revisitaram a própria ideia de empresa, oferecendo um aporte teórico que reforça a necessidade de alinhamento entre linguagem, realidade e função econômica na construção dos conceitos fundamentais do Direito Comercial.

O quarto bloco trouxe reflexões sobre mercado de capitais, governança e arbitragem empresarial. Cordeiro, Leão e Sousa analisaram a ruptura interpretativa entre CVM e STJ acerca do art. 254-A da Lei das S.A., demonstrando como o caso Usiminas/Ternium gerou risco sistêmico e elevação dos custos transacionais, posicionando a autorregulação (especialmente o CAF) como possível “porto seguro” diante da imprevisibilidade jurisprudencial. No campo societário-desportivo, Cruz, Lobo e Rodovalho discutiram a intricada relação entre cláusula compromissória em SAFs e atos executivos perante o Judiciário, tomando como referência o caso hipotético Vasco/777, e destacando a necessidade de delimitação precisa das competências arbitrais e estatais para assegurar segurança jurídica e eficiência no mercado das Sociedades Anônimas do Futebol.

Por fim, em um bloco voltado ao ambiente econômico global, Neves e Zulian examinaram a influência da geopolítica e da volatilidade cambial sobre as sociedades empresariais brasileiras, demonstrando que riscos sistêmicos derivados de conflitos internacionais e instabilidade monetária exigem estratégias jurídicas proativas, como cláusulas contratuais específicas, mecanismos de hedge e diversificação de mercados, todos essenciais para a governança corporativa contemporânea.

O conjunto dos trabalhos apresentados no Grupo de Trabalho revela, portanto, um panorama abrangente e multifacetado do Direito Empresarial, no qual convivem tradição e inovação, desafios normativos e soluções interpretativas, tensões estruturais e novas perspectivas

teóricas. As discussões demonstraram que o futuro do campo exige diálogo interdisciplinar, sensibilidade econômica, comprometimento com a segurança jurídica e abertura para a evolução tecnológica e regulatória, elementos indispensáveis para a consolidação de um ambiente empresarial sólido, competitivo e socialmente responsável.

A FRATURA DO CONSENSO ENTRE A PREVISIBILIDADE DA CVM E O INTERVENCIONISMO JUDICIAL ACERCA DO ART. 254-A DA LEI 6.404-76.

THE FRACTURE OF CONSENSUS BETWEEN THE PREDICTABILITY OF THE CVM AND JUDICIAL INTERVENTIONISM REGARDING ARTICLE 254-A OF LAW 6,404-76.

Luiz Felipe de Freitas Cordeiro ¹
Ian Cruz de Lima Nogueira Leão ²
Mateus Cavalcante de Sousa ³

Resumo

O artigo analisa a profunda incerteza jurídica no mercado de capitais brasileiro, originada pela fratura institucional entre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Superior Tribunal de Justiça (STJ). O ponto central é a divergência na interpretação do art. 254-A da Lei das S.A., que trata da obrigatoriedade de Oferta Pública de Aquisição (OPA) por alienação de controle. A decisão disruptiva do STJ no caso Usiminas/Ternium, ao adotar uma abordagem teleológica e substantiva, conflitou diretamente com o entendimento histórico, formalista e objetivo da CVM. O problema investigado é como essa intervenção judicial reconfigurou a segurança jurídica para operações de M&A e qual o novo papel da autorregulação. A pesquisa sustenta a hipótese de que mecanismos como o Código de Aquisições e Fusões (CAF), antes vistos como complementares, converteram-se em ferramentas essenciais de mitigação de risco, um "porto seguro" contratual diante da imprevisibilidade legal. Utilizando uma metodologia qualitativa e jurídico-compreensiva, o estudo analisa eixos normativos, jurisprudenciais, doutrinários e de autorregulação. A conclusão confirma a hipótese, demonstrando que a incerteza eleva custos transacionais e cria risco sistêmico, podendo inibir investimentos. O futuro do regime de transferência de controle dependerá de três cenários: uma decisão do STF que restaure a autoridade da CVM, uma reforma legislativa clarificadora, ou a consolidação de um ambiente onde a autorregulação se firma como principal pilar de segurança.

Palavras-chave: Sociedade anônima, Aquisições e fusões, Oferta pública de aquisição, Stj, Cvm

Abstract/Resumen/Résumé

This article analyzes the profound legal uncertainty in the Brazilian capital market, stemming from the institutional fracture between the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) and the Superior Court of Justice (STJ). The central point is the divergence in the interpretation of Article 254-A of the Brazilian Corporation Law, which addresses the

¹ Mestre em Direito pela Faculdade Milton Campos (FMC). Advogado e Professor.

² Graduando pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

³ Graduando pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

mandatory Public Acquisition Offer (OPA) for the sale of control. The STJ's disruptive decision in the Usiminas/Ternium case, by adopting a teleological and substantive approach, directly conflicted with the CVM's historical, formalist, and objective understanding. The question investigated is how this judicial intervention reconfigured legal certainty for M&A transactions and what the new role of self-regulation is. The research supports the hypothesis that mechanisms such as the Mergers and Acquisitions Code (CAF), previously seen as complementary, have become essential risk mitigation tools, a contractual "safe haven" in the face of legal unpredictability. Using a qualitative and comprehensive legal methodology, the study analyzes normative, jurisprudential, doctrinal, and self-regulatory axes. The conclusion confirms the hypothesis, demonstrating that uncertainty increases transaction costs and creates systemic risk, potentially inhibiting investment. The future of the transfer of control regime will depend on three scenarios: a Supreme Court decision restoring the CVM's authority, a clarifying legislative reform, or the consolidation of an environment where self-regulation establishes itself as the primary pillar of security.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Public limited company, Acquisitions and mergers, Public offer of acquisition, Stj, Cvm

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho analisa a profunda incerteza jurídica gerada pela recente cisão entre a consolidada interpretação administrativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre o art. 254-A da LSA, agora codificada na Resolução CVM 215/2024, e a disruptiva jurisprudência intervencionista do Superior Tribunal de Justiça (STJ), exemplificada pela decisão no caso Usiminas/Ternium (CVM PAS Nº 19957.000115/2017-80).

O problema a ser resolvido consiste na necessidade de se responder à seguinte pergunta: de que maneira a recente e disruptiva intervenção do Poder Judiciário na interpretação do art. 254-A da LSA, em conflito direto com o entendimento historicamente consolidado pela CVM, reconfigurou o cenário de segurança jurídica para as operações de fusões e aquisições no Brasil e qual o novo papel dos mecanismos de ordenamento privado, como o Código de Aquisições e Fusões (CAF), nesse paradigma de incerteza?

Sustenta-se a hipótese de que o conflito institucional entre a CVM e o Poder Judiciário transformou a natureza dos mecanismos de autorregulação. O dispositivo do CAF, antes visto como um instrumento complementar de aprimoramento da governança, converteu-se em uma ferramenta essencial de mitigação de risco, funcionando como um “porto seguro” contratual que oferece a previsibilidade e a objetividade que o sistema legal, em sua atual fratura, já não consegue garantir de forma unívoca.

A relevância desta pesquisa transcende o debate puramente acadêmico, inserindo-se em um momento de inflexão e de profunda insegurança jurídica para o mercado de capitais brasileiro. Por quase duas décadas, a interpretação do art. 254-A da Lei das S.A. pela CVM representou um pilar de estabilidade, fornecendo critérios objetivos e previsíveis para as operações de fusões e aquisições (M&A). Contudo, este cenário foi abruptamente desestabilizado em meados de 2024 pela disruptiva decisão do STJ no caso Usiminas/Ternium.

Ao divergir frontalmente do entendimento técnico e consolidado do órgão regulador, o STJ inaugurou um paradigma de incerteza, no qual a substância econômica de uma operação pode prevalecer sobre a forma jurídica, tornando subjetiva a aplicação do gatilho de Oferta Pública de Aquisição (OPA). Essa decisão gerou um risco sistêmico, com potencial para inibir investimentos e complexificar reestruturações societárias, cujas consequências financeiras podem atingir cifras bilionárias.

A urgência do tema é amplificada pela escalada do conflito para a esfera constitucional, com o ajuizamento de uma Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) no Supremo Tribunal Federal (STF), questionando os limites da intervenção judicial sobre a

competência de agências reguladoras especializadas. Soma-se a isso a resposta institucional da própria CVM, que, por meio da recente Resolução nº 215/2024, reafirmou e codificou sua interpretação histórica, sinalizando uma deliberada resistência à tese judicial.

Nesse contexto conflagrado, a presente pesquisa se justifica pela necessidade premente de analisar as causas e consequências dessa fratura institucional, mapear as diferentes matrizes interpretativas (regulatória, judicial e de autorregulação) e oferecer uma análise crítica que contribua para a segurança jurídica e o aprimoramento do Direito Societário brasileiro.

Para alcançar os objetivos propostos, o presente estudo emprega o método de análise qualitativa, de natureza jurídico-compreensiva e comparativa. A pesquisa se desenvolve a partir da análise de um robusto corpus documental, estruturado em quatro eixos fundamentais, sendo eles o eixo normativo, que irá analisar a legislação societária, com foco no art. 254-A da Lei nº 6.404/1976, e dos atos normativos infralegais da CVM, notadamente a Instrução CVM nº 361/2002, a Resolução CVM nº 85/2022 e a recém-editada Resolução CVM nº 215/2024, a fim de compreender a evolução e a consolidação do marco regulatório.

Eixo administrativo e jurisprudencial, pelo estudo de precedentes paradigmáticos da CVM, com intuito de sistematizar a interpretação histórica do regulador, em confronto direto com a análise crítica da recente e disruptiva decisão da Terceira Turma do STJ no caso Usiminas/Ternium.

Eixo doutrinário, por meio de revisão bibliográfica da literatura especializada em Direito Societário e Mercado de Capitais, utilizando as obras de referência para fundamentar os conceitos de poder de controle, alienação de controle e as distinções teóricas que informam o debate.

Finalmente o eixo de autorregulação, através do exame do dispositivo do CAF como um sistema normativo contratual e voluntário, realizando uma análise comparativa entre suas regras e as do regime legal para avaliar seu papel como mecanismo de preenchimento de lacunas e mitigação de riscos.

O percurso metodológico seguirá uma abordagem diacrônica e analítica, partindo da exposição do arcabouço teórico e regulatório consolidado, passando pela análise crítica do evento de ruptura jurisprudencial e culminando em uma síntese que diagnostica o atual estado de incerteza e projeta os possíveis cenários futuros para a regulação das transferências de controle no Brasil.

Por fim, a conclusão do artigo abandonará a premissa de um arcabouço interpretativo consolidado para diagnosticar um cenário de fratura regulatória e aguda tensão institucional.

Sintetizará o embate entre a CVM, defensora de uma previsibilidade técnica, e o Poder Judiciário, que adota uma abordagem teleológica e casuística.

A análise culminará na exploração dos possíveis desdobramentos para o mercado de capitais brasileiro, ponderando os impactos de uma futura decisão do STF, a possibilidade de uma reforma legislativa clarificadora ou a consolidação de um ambiente de incerteza prolongada, onde o ordenamento privado se firma como o principal pilar de segurança para as operações de M&A.

2. PODER DE CONTROLE E ACIONISTA CONTROLADOR (ART. 116 DA LSA)

O poder de controle em companhias abertas consiste na faculdade de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, assegurada pela titularidade de ações votantes em quantidade suficiente. A LSA, em seu art. 116, define como controlador a pessoa ou grupo vinculado por acordo de voto ou controle comum que: (a) detenha, de forma permanente, direitos societários que assegurem a maioria dos votos em assembleia; (b) o poder de eleger a maioria dos administradores; e (c) exerça efetivamente esse poder.

Da definição legal, extrai-se que a caracterização do controlador depende de três requisitos cumulativos: dois quantitativos, referentes à titularidade das ações que garantem o domínio decisório e o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade; e outro qualitativo, relacionado ao efetivo exercício desse poder (*animus domini*). O controle, portanto, não é um bem autônomo, mas resulta da titularidade de um bloco de ações que confere supremacia nas decisões sociais. Enquanto esse titular ou grupo mantiver essa maioria, estará caracterizado o controle conforme a lei.

Sobre o tema, a doutrina aponta como “poder supremo na estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador – titular da maioria pré-constituída dos votos da Assembleia Geral” (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, pág. 824). Trata-se, portanto, de uma situação de fato-jurídica: o poder de controle em si não é um bem autônomo que se aliena, mas decorre da titularidade de um bloco de ações que confere essa posição de supremacia decisória. Assim, costuma-se dizer que o controle está atrelado ao bloco de controle (conjunto de ações, eventualmente dispersas entre vários titulares coligados por acordo), ainda que constituam efetivamente figuras jurídicas distintas (PENNA, 2012)¹.

¹ A distinção essencial estabelecida é que o bloco de controle possui natureza jurídica patrimonial e pode ser transferido, enquanto o poder de controle é um fato, um dado fático decorrente da titularidade de ações, não integrando o patrimônio do

Vale notar que são reconhecidas diferentes formas de controle (BERLE; MEANS, 2005): o controle majoritário (PENNA, 2012), quando um acionista (ou grupo sob acordo) possui mais de 50% das ações votantes; o controle minoritário (ou de fato) (PELLINI, 2009), quando nenhum acionista tem maioria absoluta, mas um acionista com participação minoritária consegue, dada a dispersão dos demais, prevalecer nas votações e eleger a maioria dos administradores; o controle compartilhado (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009), quando um grupo de acionistas atua conjuntamente via acordo de acionistas para exercer o controle; o controle gerencial, situação em que não há um acionista ou grupo controlador definido e a administração (gestores profissionais) acaba dirigindo a empresa (BORBA, 2008); e até mesmo formas atípicas como controle externo, em que um terceiro (por exemplo, credores em caso de crise) dirige os rumos da companhia (BORBA, 2008).

Embora o modelo predominante no Brasil seja o de controle majoritário, exercido por um acionista ou bloco, a evolução do mercado gerou estruturas com capital pulverizado e ausência de controlador definido, o que impõe atenção às implicações jurídicas da transição entre modelos (PENNA, 2012).

Importa observar que o art. 254-A da LSA, ao tratar da alienação de controle, não repete integralmente os critérios do art. 116, omitindo o requisito do uso efetivo do poder. Essa omissão deu origem a controvérsias quanto à necessidade de o alienante exercer de fato o controle ou se basta a titularidade acionária que o permita.

Para fins práticos, como a análise de uma possível alienação de controle, prevalece a verificação da titularidade acionária, por ser objetivamente identificável, enquanto o exercício efetivo é elemento fático, de difícil comprovação imediata. A distinção entre a posse e o exercício do controle é central na interpretação do art. 254-A, e será aprofundada adiante.

Outro ponto de discussão refere-se à distinção entre alienação e transferência do controle. O art. 254-A da LSA define que a alienação de controle é a venda onerosa do bloco de ações que confere ao acionista o poder de eleger a maioria dos administradores e garantir a maioria dos votos em assembleia. O *caput* exige que a alienação seja contratada sob a condição de que o adquirente realize OPA aos acionistas votantes, assegurando-lhes um preço mínimo.

Já o §1º do mesmo diploma legal define como alienação a transferência, direta ou indireta, dessas ações. Embora próximos, alienação e transferência de controle não são sinônimos: a alienação é o negócio jurídico oneroso; a transferência é o efeito (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2005). Assim, nem toda transferência resulta de alienação — como nos

acionista. Assim, ninguém é "proprietário" do poder de controle, mas apenas o exerce enquanto detiver as ações que compõem o bloco controlador.

casos de sucessão hereditária ou incorporação, em que não há contrato oneroso entre controlador e terceiro, afastando a aplicação do art. 254-A.

A expressão “direta ou indireta” garante que a venda de controle realizada por meio de holdings também enseje OPA sempre que houver, em essência, mudança no poder de controle. A CVM, no Processo RJ 2005/4069, adotou interpretação substantiva: se um terceiro adquire o controle, direta ou indiretamente, caracteriza-se alienação, sendo obrigatória a OPA, ainda que a estrutura formal da operação seja complexa.

O primeiro marco regulatório editado pela CVM (Instrução CVM 361/2002) quanto ao assunto, em seu art. 29, §4º, já reforçava esse entendimento ao exigir a transferência a terceiro. O art. 33, § 4º, da Resolução CVM nº 85/2022, que atualmente vigora sobre o instituto da OPA, reflete o estabelecido anteriormente.

Ainda, o mesmo é disposto pela Resolução CVM nº 215/2024, em seu art. 45, § 5º, já editada e que entrou em vigor em 01/07/2025, mantendo-se uma coerência na interpretação normativa sobre o tema. No caso Copesul (Proc. RJ 2007/7230), a CVM confirmou esse entendimento ao considerar que a Braskem, já co-controladora, não era terceira adquirente ao comprar a participação da Ipiranga, afastando a obrigação de OPA.

Também não se aplica o art. 254-A às operações societárias que envolvem mudança de controle por reestruturações, como fusões, cisões ou incorporações, em que o controle é transferido por sucessão, sem pagamento específico por aquele bloco de ações (BOTREL, 2017). A CVM já reconheceu que, nesses casos, não há alienação nos termos legais, e a proteção dos minoritários ocorre por outros meios, como o direito de recesso ou avaliação equitativa, como no caso da associação entre Petrobras e Unipar (Proc. RJ 2008/4156).

Em síntese, a alienação de controle, para fins do art. 254-A, pressupõe um contrato oneroso entre alienante e terceiro, envolvendo a transferência do bloco de controle. A norma abrange tanto as alienações diretas quanto as indiretas, mas exclui reestruturações sem negócio bilateral e transferências internas entre controladores preexistentes.

Ainda, merece destaque a contraposição entre os conceitos de aquisições originária e derivada. A doutrina distingue duas formas de aquisição do poder de controle societário: originária e derivada (CARVALHOSA, 2014). A aquisição derivada ocorre quando o controle é transferido de um controlador preexistente a um novo adquirente, geralmente por meio da venda onerosa do bloco de controle. É a situação típica de alienação de controle, em que há um sujeito alienante e um adquirente, com o poder sendo transmitido. Trata-se do cenário clássico previsto no art. 254-A da LSA, que visa a proteger os acionistas minoritários diante da transferência do controle já constituído.

Já a aquisição originária ocorre quando não há controlador definido previamente e um investidor (ou grupo) forma, pela primeira vez, uma posição de controle. Isso pode acontecer em companhias de capital pulverizado, por meio da compra dispersa de ações no mercado ou da subscrição de um volume expressivo em aumento de capital. Nesses casos, o controle não é transferido de um terceiro, mas constituído pelo próprio adquirente.

O ponto central está na ausência de pagamento de prêmio de controle a um controlador alienante, pois este não existia. O adquirente, geralmente, paga preços de mercado sem a existência de um prêmio negociado. Logo, surge o seguinte debate: haveria OPA obrigatória nessas situações? O art. 254-A foi concebido para impedir que apenas o alienante se beneficie do prêmio de controle, dividindo-o com os minoritários. Se não há alienação, tampouco há prêmio a ser partilhado.

A lei, em sua literalidade, abrange apenas a transferência derivada de controle, sem tratar das aquisições originárias, o que gerou controvérsias: trata-se de uma lacuna legislativa ou de uma exclusão intencional? A CVM adotou interpretação restritiva, limitando o alcance do art. 254-A às alienações derivadas. Parte da doutrina, por sua vez, propõe alternativas para proteger os minoritários também em aquisições originárias, por meio de mecanismos de autorregulação, como o CAF, ou reforma legislativa (OIOLI, 2010).

Ao analisar essa temática, (CARVALHOSA, 2014) identifica até mesmo uma terceira categoria intermediária – a chamada aquisição semiderivada – para explicar certas operações complexas e a forma como a CVM aplica a lei. Segundo o autor, a CVM adota uma compreensão dupla: (i) de um lado, não se exige OPA se não houve alienação do controle (casos de aquisição originária pura); (ii) por outro lado, o dispositivo legal não exige que o controle seja adquirido necessariamente por meio da totalidade das ações do antigo bloco – assim, é possível que alguém assuma o controle adquirindo ações que *não* estavam no bloco de controle original.

Em outras palavras, pela letra da lei, qualquer operação que resulte na assunção do poder de controle aciona a OPA, independentemente da forma. Carvalhosa exemplifica com a hipótese: acionista X tem 45% das ON (capital disperso no restante); acionista Y, partindo de 1%, compra ações no mercado até atingir 47%. Y tornou-se controlador sem adquirir o bloco de X – este não vendeu nada, manteve 45%. Houve, materialmente, mudança de controle, mas sem alienação do bloco pelo controlador anterior (pois X talvez nem fosse legalmente controlador com 45%).

Nessa situação, a interpretação extensiva da finalidade protetiva sugeriria que a OPA deveria ocorrer (para dar saída aos minoritários agora sob novo controle), embora formalmente

não tenha havido alienação convencional. Já a interpretação literal estrita diria que, não havendo um controlador definido que alienou, o art. 254-A não incidiu.

A CVM tem entendido, de forma consistente, que a aquisição originária de controle não se enquadra no art. 254-A justamente por faltar a transferência de um controle preexistente. Em votos paradigmáticos, como do Diretor Durval Soledade (Proc. CVM RJ 2008/12432, caso ABN Real) e do Diretor Otavio Yazbek (Proc. CVM RJ 2009/0471, caso Endesa/Enel), entendeu-se que, se não havia controlador antes, trata-se de controle originário e “não há que se falar em transferência, mas sim no surgimento do controle”, o que afasta a incidência do regime do art. 254-A.

Em termos literais, faltaria o objeto: não havendo controle possuído por alguém, não há o que ser transferido (*traditio*), logo não há alienação nos moldes da lei. Este entendimento – de restringir a OPA obrigatória às aquisições derivadas – é corroborado por diversos autores. Penna, por exemplo, defende que não é possível tratar uma operação de aquisição originária do controle acionário como uma alienação de controle, visto que não haverá a transferência do controle, mas sim a constituição deste (PENNA, 2012). Assim, pareceria mais adequado empregar “alienação de controle” apenas quando há transferência de um controle já existente, e “aquisição de controle” quando há formação originária de um novo.

Do ponto de vista econômico, um acionista que adquire o controle de forma originária acaba por assumir o comando sem ter que estender aos demais acionistas qualquer oferta, podendo resultar em situações de desigualdade – especialmente se o adquirente conseguiu comprar a maioria das ações pagando um valor menor (por comprar parcelas dispersas) do que pagaria se tivesse de adquirir o bloco inteiro ou fazer uma OPA geral.

Essa é uma diferença importante entre o regime brasileiro e o de alguns países: na maioria dos mercados desenvolvidos, há regras de OPA obrigatória por aquisição de participação do controle acionário, como no caso da União Europeia, em que a Directiva 2004/25 da Comunidade Europeia impõe OPA à operação que ultrapassar percentual a ser definido por seus Estados Membros, conforme o seu artigo 5º. No Brasil, optou-se pelo modelo de *tag along* focado na venda do controle (prêmio de controle), não por um gatilho puramente porcentual.

Em suma, aquisições derivadas (controle previamente definido sendo transferido)acionam o *tag along* legal, ao passo que aquisições originárias (controle surgindo onde não havia) ficam fora do escopo do art. 254-A, segundo a interpretação prevalecente.

3. DIVERGÊNCIAS INTERPRETATIVAS SOBRE O ART. 254-A

O art. 254-A da Lei das S.A., introduzido pela Lei nº 10.303/2001, instituiu no ordenamento brasileiro a chamada regra do *tag along* para acionistas minoritários detentores de ações ordinárias. A finalidade essencial desse dispositivo é proteger os acionistas minoritários quando ocorre a venda do controle da companhia, assegurando-lhes a possibilidade de alienar suas ações pelas mesmas condições (ou condições próximas) àquelas obtidas pelo acionista controlador que está se retirando.

Historicamente, a ideia de que uma ação integrante do bloco de controle vale mais do que uma ação em mãos minoritárias – devido justamente ao prêmio de controle – foi reconhecida desde Berle & Means (BERLE; MEANS, 1932) e é aceita no Direito Societário. No Brasil, o sistema jurídico passou a buscar mecanismos para socializar esse sobrevalor do controle. A versão original da Lei das S.A. (1976) chegou a conter um art. 254 prevendo equalização de preços numa venda de controle (100% do preço para minoritários).

Adicionalmente, em 2001, visando a fortalecer a confiança no mercado de capitais, o legislador reintroduziu a proteção aos minoritários em alienações de controle, porém em moldes distintos. O novo art. 254-A passou a exigir que o adquirente do controle faça uma OPA oferecendo, no mínimo, 80% do preço por ação pago pelo controle aos titulares das ações ordinárias restantes, percentual que pode ser majorado pelo estatuto social. A finalidade do art. 254-A é permitir a saída dos minoritários com tratamento justo quando da mudança de controle, evitando que fiquem “aprisionados” numa companhia sob novo controlador que pagou um prêmio pela posição de controle ao antigo controlador.

Sob outra perspectiva, a participação dos minoritários no valor do prêmio de controle é assegurada no patamar de, no mínimo, 80% do preço pago ao controlador alienante, prerrogativa esta que somente se viabiliza mediante a realização da OPA. Assim, a lógica de equidade e proteção ao investimento minoritário se restringe à porção auferida do preço de controle, bem como à transparência nas transferências de controle. A proteção aplica-se apenas às situações de mudança de controle abrangidas pelo art. 254-A.

Entretanto, como mencionado, o entendimento da Terceira Turma do Superior Tribunal de Justiça no julgamento do REsp 1.837.538 foi disruptivo quanto à posição consolidada da CMV acerca do alcance da norma. A decisão, que inverteu o entendimento anterior do próprio colegiado, rejeitou uma análise puramente formal-quantitativa para adotar uma abordagem teleológica e substantiva. A origem da controvérsia reside na aquisição, em novembro de 2011, de ações da Usiminas pelos grupos Ternium e Nippon, operação que,

segundo os acionistas minoritários (representados pela Companhia Siderúrgica Nacional – CSN), configurou uma alienação de controle que deveria ter ensejado uma OPA.

A reviravolta no caso se deu com o acolhimento dos Embargos de Declaração opostos pela CSN, com efeitos infringentes, sob a relatoria do Ministro Moura Ribeiro. O cerne do voto vencedor, acompanhado pelos Ministros Humberto Martins e Antônio Carlos Ferreira, residiu na premissa de que o julgamento original do recurso especial foi omisso ao deixar de analisar o argumento central dos embargantes: a alienação de controle da Usiminas não se deu por uma simples venda de ações, mas pela alteração fundamental do Acordo de Acionistas (AA) do bloco de controle, com a entrada de um novo e estranho agente, o Grupo Ternium, e a exclusão dos antigos sócios. Essa premissa de análise fática, que havia sido negligenciada nas instâncias anteriores e no voto vencido, tornou-se o elemento decisivo para a nova conclusão do Tribunal.

O acórdão do STJ consolidou uma interpretação substancial do poder de controle, redefinindo o conceito de acionista controlador para além da mera posse da maioria acionária. Conforme o voto vencedor, o acionista controlador é uma circunstância fática que depende do elemento subjetivo do acionista, com o propósito de dirigir a empresa. Para tanto, concluiu que o controle da companhia não se restringe a quem detém a maioria dos votos, mas sim a quem influencia e exerce o monitoramento da companhia, independentemente da quantidade de ações que titulariza.

Contudo, a decisão não se alinhou à interpretação histórica e consolidada da CVM, o que gerou uma fratura regulatória e uma profunda incerteza no mercado de capitais brasileiro. A divergência reside na própria essência do conceito de alienação de controle e na metodologia de análise das operações societárias.

A CVM, no exercício de sua competência regulatória, sempre adotou uma interpretação estritamente formalista e objetiva do art. 254-A da LSA. Para a autarquia, a obrigação de OPA por alienação de controle somente incide em casos de transferência derivada, ou seja, quando há um controlador preexistente que aliena onerosamente o seu bloco de controle a um terceiro.

Então, o foco da análise é a identificação de uma venda direta do bloco de ações que confere o poder de eleger a maioria dos administradores. Essa interpretação, consagrada desde a Instrução CVM 361/2002 e recentemente reafirmada na Resolução CVM 215/2024, busca a previsibilidade e a objetividade, pilares fundamentais para o funcionamento do mercado de capitais.

A CVM já havia se manifestado sobre o caso Usiminas e concluiu que a OPA não era necessária, pois o Grupo Ternium não adquiriu o controle sozinho, mas sim em posição de co-

controle ao lado da Nippon Steel. O órgão regulador considerou a transação como uma aquisição de participação no bloco de controle, mas não uma alienação de controle nos termos legais². Portanto, busca-se evitar que a incidência de uma OPA obrigatória dependa de uma análise subjetiva e imprevisível, o que tornaria incerta qualquer operação de fusões e aquisições.

Nesse mesmo sentido, a CVM se posicionou na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 7.714, que tratou da interpretação do artigo 254-A, caput e §§ 1º, 2º e 3º, da Lei Federal nº 6.404/1976, que regula a hipótese de realização obrigatória de oferta pública de aquisição de ações por alienação onerosa do controle de uma companhia aberta. Para tanto, a CVM destacou os precedentes que serviram como subsídio para conclusão de seu entendimento relatado no caso Usiminas para caso de eventual necessidade de OPA por alienação de controle de Companhia Aberta (Processo CVM RJ 2009/0471 da Companhia Elétrica do Ceará; Processo CVM RJ/2009/195638 da Tim Participações S.A; e, Processo CVM 19957.006079/2017-68 da Elektro Redes S.A.).

Logo, é evidente a consolidada compreensão da CVM, sendo que a lógica do STJ desvaloriza a competência técnica da agência reguladora e sacrifica a previsibilidade em nome de alegada equidade individual. O Judiciário, ao se colocar como instância revisora do mérito das decisões da CVM, assume um papel ativista que pode minar a confiança dos investidores e a estabilidade de um mercado que depende de regras claras e consistentes.

A fratura institucional entre o STJ e a CVM não se limitou à esfera do direito societário. A controvérsia escalou para a esfera constitucional, com o ajuizamento de uma Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) no Supremo Tribunal Federal (STF), evidenciando a gravidade do cenário de incerteza gerado pela decisão judicial.

A ADI foi impetrada pela Associação de Comércio Exterior do Brasil (AEB), entidade que representa grandes *stakeholders* do mercado, e questiona a decisão do STJ no caso

²“De volta ao caso concreto, verificamos que o Grupo V/C, que alienou todas as ações ordinárias de sua propriedade ao Grupo T/T (25,97% dessa espécie), não detinha “uma participação majoritária dentro do bloco de controle” (palavras do voto supramencionado), de acordo com o Acordo de Acionistas Original. O Grupo T/T, por sua vez, mesmo considerando a compra complementar de 1,69% da participação de CEU no bloco de controle, não ultrapassou a participação detida pelo Grupo Nippon, que continuou sendo o maior acionista dentro do bloco de controle e ainda reforçou sua participação, também comprando 1,69% das ações de CEU. Complementando a idéia acima, o Novo Acordo de Acionistas, mantendo, na essência, os mesmos mecanismos e princípios de governança do acordo original, não dará ao Grupo T/T o direito de eleger a maioria dos membros do conselho de administração e dos administradores da companhia, o que, por si só, afasta a possibilidade de o novo membro do bloco de controle assumir o efetivo controle de Usiminas, nos termos do art. 116 da Lei. Assim, embora tenhamos verificado que houve a alienação de ações pertencentes a integrantes do bloco de controle da Usiminas a terceiros, de forma onerosa, concluímos pelo não ensejo da OPA por alienação de controle de Usiminas, de que trata o art. 254-A da Lei, uma vez “que a operação, em seu conjunto, [não resultou] na presença de um novo acionista controlador ou grupo de controle, [que viesse a substituir] o antigo controlador no exercício do poder de dominação sobre a companhia”, conforme as palavras de EIZIRIK, destacadas acima. Por fim, nada mais havendo a ser tratado no âmbito do Processo em referência, propomos o seu arquivamento, sem prejuízo de sua retomada, caso haja eventualmente alguma motivação futura para tanto.”

Usiminas/Ternium. O argumento central da ação é que a interpretação do STJ desconsiderou a jurisprudência consolidada da CVM, violando assim a competência constitucional da agência como a única autoridade pública para regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. A ação sustenta que a decisão do STJ, ao adentrar no mérito de uma questão técnico-regulatória e divergir do entendimento da CVM, causou instabilidade à atuação econômica e ruptura no sistema.

O Ministro André Mendonça, relator da ADI, acatou a ação e, em um movimento incomum, solicitou manifestação da CVM, da Advocacia-Geral da União (AGU), da Procuradoria-Geral da República (PGR), do Presidente da República e do Congresso Nacional. Esse movimento é visto como um sinal de que o STF reconhece a complexidade da matéria e a necessidade de considerar a avaliação técnica do órgão regulador, cujo entendimento sobre a OPA por alienação de controle está alinhado com a defesa da Ternium.

O ativismo judicial demonstrado pelo STJ no caso Usiminas levanta um debate fundamental sobre a linha que separa a interpretação da lei da invasão de competência. Em um sistema ideal, existe uma deferência do Judiciário em relação às decisões de agências reguladoras especializadas, que possuem a expertise técnica necessária para operar em mercados complexos e de rápida evolução. Ao ignorar essa deferência e reverter o mérito da decisão da CVM, o STJ não apenas interpretou o art. 254-A de uma nova maneira, mas também reconfigurou a arquitetura regulatória do mercado de capitais brasileiro.

O posicionamento da Procuradoria-Geral da República (PGR), que também se manifestou no processo da ADI, corrobora essa visão. O parecer da PGR, liderado pelo Procurador-Geral, defende que a interpretação da CVM sobre o *tag along* prestigia a segurança jurídica e que a tese do STJ, ao permitir a OPA em aquisições de participações minoritárias, acrescenta risco ao mercado de capitais.

Na manifestação da CVM na ADI 7.714, foi reafirmado que o poder de controle exercido sobre participações minoritárias (BULHÕES PEDREIRA, 1999) é aquele controle decorrente do agrupamento de votos em mãos de um acionista ou grupo, suficiente para garantir maioria nas Assembleias Gerais. Desse modo, trata-se de poder fático, e não jurídico, pois o controle é resultado da concentração desses votos em determinado sujeito ou coletivo.

Adicionalmente, à época da tramitação do projeto que culminou na Lei nº 10.303/2001, que tratou da OPA ao alterar a LSA e a Lei que instituiu a CVM (Lei nº 6.385/1976), Eizirik e Carvalhosa (CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002) registraram que a CVM defendeu a oferta pública com tratamento igualitário sob a ótica da prática de boa governança corporativa, apta a resguardar os direitos dos acionistas minoritários e a incentivar o ingresso de investidores

estrangeiros no mercado nacional. Para esses doutrinadores, a boa governança corporativa, na alienação do controle acionário de companhia aberta, obriga o adquirente a oferecer aos minoritários com ações optantes as mesmas condições concedidas ao bloco de controle.

Por isso, a doutrina compartilha do entendimento da CVM, uma vez que a interpretação acerca do artigo 254-A da LSA busca a plena segurança jurídica tanto para o mercado, na visão do investidor, quanto para os direitos políticos dos acionistas. Afinal, ao favorecer os direitos dos minoritários e incentivar o investimento estrangeiro, a doutrina reconhece a necessidade de estabelecer prêmio de controle quando houver obrigatoriedade de realização de *tag along*.

Com fundamento, a resposta da CVM na ADI nº 7.714/2024 visando a previsibilidade jurídica foi certeira ao restringir a presença de três requisitos obrigatórios para a configuração de alienação de controle de companhia aberta: (i) que a operação resulte em um novo acionista controlador, substituindo o antigo controlador, agora com poder fático; (ii) que a transferência de controle tenha caráter oneroso; e (iii) que a transferência tenha como objetivo a cessão de parte ou da totalidade de ações e/ou direitos pertencentes ao antigo controlador.

Com efeito, a intervenção judicial no mérito regulatório gera um risco sistêmico, pois torna imprevisível a aplicação das normas. Investidores, em especial em operações de M&A, precisam de clareza para especificar os riscos. A decisão do STJ introduz um novo tipo de risco: o risco de um litígio judicial de longa duração, cuja decisão pode ser baseada em uma análise subjetiva e *ex-post* dos fatos, mesmo que a operação tenha seguido todas as formalidades regulatórias.

A ADI no STF é, portanto, vista como um mecanismo necessário para padronizar normativamente o mercado, devolvendo a previsibilidade e a autoridade interpretativa ao órgão regulador.

4. CENÁRIO ATUAL DE INCERTEZA JURÍDICA

O cenário atual é de uma profunda fratura regulatória e aguda tensão institucional entre a CVM, defensora de uma previsibilidade técnica, e o Poder Judiciário, que adota uma abordagem teleológica e casuística. A decisão do STJ, ao validar a tese de que uma operação, mesmo que formalmente legal e validada pela CVM, pode ser contestada judicialmente com base em uma análise de controle de fato, quebrou o principal ativo do mercado de capitais: a confiança na previsibilidade do arcabouço legal.

Embora o mercado de M&A no Brasil continue a registrar um volume robusto de transações, aponta-se para uma maior cautela e priorização de operações com maior previsibilidade e controle. O ambiente de incerteza política e regulatória exige agora uma avaliação mais rigorosa dos riscos por parte dos investidores. A incerteza se manifesta na complexificação das operações, no aumento dos custos de transação e no potencial de inibir investimentos, especialmente em companhias de capital pulverizado ou com estruturas de controle complexas.

A crise institucional e regulatória deflagrada pelo caso Usiminas culminará na exploração dos possíveis desdobramentos para o mercado de capitais brasileiro. Dentre os três possíveis cenários projetados, destaca-se, em primeiro lugar, a decisão do STF restabelecendo a autoridade da CVM, reconhecendo a especialização técnica da agência e a necessidade de clareza e previsibilidade para o mercado. Uma decisão nesse sentido devolveria a segurança jurídica ao art. 254-A e validaria a interpretação histórica da CVM, fortalecendo a confiança dos investidores e a estrutura regulatória do país.

Em segundo lugar, em eventual reforma legislativa, a incerteza pode pressionar o Poder Legislativo a intervir, clarificando a redação do art. 254-A da LSA e, possivelmente, alinhando a lei com uma interpretação que equilibre a objetividade da CVM com a proteção aos minoritários de forma menos casuística. Dessa forma, havendo consenso político para a aprovação da alteração, seria possível eliminar a ambiguidade da fonte normativa.

Por último, se o STF entender pela constitucionalidade da posição adotada pelo STJ, ou se o fizer de forma ambígua, a fratura regulatória se consolidará. Investidores e empresas terão de considerar, em cada grande transação, não apenas o risco de mercado, mas também o risco de um litígio judicial de longa duração.

A condenação da Ternium a pagar R\$ 5 bilhões de indenização, anos após a operação, expõe o risco financeiro colossal para qualquer adquirente. A ausência de um critério claro para a obrigação de OPA impede a precificação adequada dos riscos em operações de M&A, pois um passivo contingente de valor bilionário pode surgir inesperadamente no futuro, tornando o investimento em companhias abertas brasileiras consideravelmente mais arriscado.

A incerteza regulatória e a possibilidade de disputas prolongadas podem afastar investidores, prejudicando o ambiente de M&A no Brasil. Além disso, a disputa judicial pode causar danos à imagem e estabilidade operacional da própria companhia, como se observou no caso Usiminas, onde a controvérsia gerou preocupações entre funcionários e investidores. Nesse ambiente, o ordenamento privado, como o dispositivo do CAF, tornar-se-á o principal pilar de segurança para as operações de M&A.

5. CAF: ALTERNATIVA VOLUNTÁRIA AO *TAG ALONG* LEGAL

Diante das divergências interpretativas do art. 254-A da LSA, que condiciona a OPA à alienação onerosa do controle pelo acionista controlador, o mercado brasileiro desenvolveu o Código de Aquisições e Fusões (CAF), mecanismo de autorregulação criado em 2011 por entidades como BMF&Bovespa, AMEC, IBGC e ABIPECH. Inspirado no Takeover Code britânico, o CAF estabelece diretrizes voluntárias para operações que envolvem mudança de controle, como OPAs e reestruturações societárias, com o objetivo de garantir maior proteção aos minoritários.

De natureza contratual, o CAF aplica-se apenas às companhias que o adotam expressamente em seu estatuto. Ao aderir, a companhia compromete-se a seguir suas regras e submete-se ao Comitê de Aquisições e Fusões, órgão independente que interpreta e aplica o Código, podendo emitir pareceres vinculantes e exigir ajustes nas operações. A adesão ao CAF é comum entre companhias sem controlador definido ou em processo de dispersão acionária ou privatização, funcionando como sinalização de boas práticas de governança, transparência e equidade.

O Código preenche lacunas da legislação societária ao: (i) ampliar os gatilhos de OPA, inclusive em aquisições originárias de controle; (ii) garantir tratamento igualitário a todos os acionistas; (iii) coibir práticas abusivas durante operações sensíveis; e (iv) assegurar previsibilidade nos procedimentos. Sua principal inovação é exigir OPA quando um acionista atinge participação relevante – entre 20% e 30% do capital votante, conforme estatuto –, mesmo que não haja alienação formal de controle.

O dispositivo também prevê a OPA quando um acionista relevante ultrapassa 50% da participação votante. O CAF estabelece que o preço da OPA deve ser, no mínimo, igual ao maior pago pelo ofertante nos 12 meses anteriores, com possibilidade de revisão caso não reflita valor justo. Determina, ainda, que a OPA seja dirigida a todas as ações em circulação, incluindo preferenciais, e impõe regras de conduta, como a proibição de negociações paralelas durante o processo. Em casos de *multistep acquisition*, como reconhecido pelo STJ no caso Ternium/CSN, o ponto de inflexão para a aplicabilidade de OPA torna-se, então, mais objetivo, resultando em um cenário de menos imprevisibilidades.

Inobstante a sua solidez jurídica, o Código enfrenta o desafio de baixa adesão. Companhias com controle consolidado tendem a não aderir, preservando flexibilidade em

futuras operações, enquanto empresas com capital disperso nem sempre percebem benefício imediato.

Sua efetividade, portanto, depende da adesão voluntária e do comprometimento das companhias. Ainda assim, o CAF exerce função disciplinadora indireta, elevando as expectativas de governança no mercado. Ao estabelecer um padrão mais protetivo e transparente, mesmo sem adesão universal, o Código contribui para a qualificação, segurança e previsibilidade das práticas de aquisição de controle no Brasil.

6. CONCLUSÃO

O presente estudo buscou analisar criticamente a fratura institucional instaurada entre a CVM e o STJ a partir da interpretação do art. 254-A da Lei das S.A., tomando como eixo central a decisão paradigmática no caso Usiminas/Ternium. Restou confirmado que a ruptura entre o entendimento técnico-regulatório da autarquia e a abordagem teleológica-casuística do Judiciário instaurou um cenário de incerteza sem precedentes para as operações de fusões e aquisições no Brasil, abalando a previsibilidade normativa que constitui o principal ativo do mercado de capitais.

Demonstrou-se que a hipótese inicial se verifica: a decisão do STJ transformou o dispositivo do CAF, antes concebido como instrumento de governança voluntária, em verdadeiro pilar de segurança contratual, indispensável para mitigar o risco de litígios e a imprevisibilidade regulatória. O ordenamento privado, nesse contexto, deixou de ser um complemento e assumiu a função de “porto seguro” normativo, preenchendo as lacunas decorrentes da fratura interpretativa entre CVM e Poder Judiciário.

As consequências práticas são evidentes: complexificação das operações de M&A, aumento dos custos transacionais e retração potencial de investimentos em companhias abertas brasileiras, especialmente em estruturas de capital pulverizado. O risco sistêmico de indenizações bilionárias, como se verificou no caso Usiminas, compromete a precificação das transações e ameaça a atratividade do mercado nacional.

À vista disso, projetam-se três possíveis desdobramentos: (i) a restauração da autoridade técnica da CVM por decisão do Supremo Tribunal Federal (STF), capaz de reequilibrar o sistema e devolver previsibilidade ao mercado; (ii) uma eventual reforma legislativa clarificadora, apta a eliminar a ambiguidade do art. 254-A e alinhar o regime jurídico às melhores práticas internacionais; ou (iii) a consolidação de um ambiente de incerteza prolongada, em que a autorregulação se firma como principal instrumento de ordenamento.

Por fim, destaca-se que a controvérsia transcende a mera disputa interpretativa. Trata-se de questão estrutural que desafia a própria arquitetura regulatória do Direito Societário brasileiro, impondo ao legislador, ao Judiciário e ao mercado a necessidade de redefinir papéis institucionais.

O futuro do regime de transferências de controle no Brasil dependerá menos da sofisticação teórica dos conceitos e mais da capacidade do sistema em oferecer segurança jurídica, transparência e confiança. Este é o verdadeiro desafio e, ao mesmo tempo, a oportunidade de evolução para o Direito Societário nacional.

REFERÊNCIAS

AÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE nº 7.714 (ADI 7714). BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). *Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 7.714*. Decisão. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/stf/2807544379/inteiro-teor-2807544383>. Acesso em: 12 de ago. 2025.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Commerce Clearing House, 1932.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property – with a new introduction by Murray L. Weidenbaum and Mark Jensen*. New Jersey: Transactions Publishers, 2005.

BM&FBOVESPA. *Proposta de alteração do Regulamento do Novo Mercado*. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2011.

BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Aracruz Celulose S.A.* Processo CVM nº RJ-2001-10329. Decisão do Colegiado de 19 fev. 2002. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020219_r1/20020219_d02.html. Acesso em: 12 de ago. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Companhia Brasileira de Distribuição – CBD*. Processo CVM nº RJ-2005-4069. Decisão do Colegiado de 11 abr. 2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2006/20060411_R1/20060411_D02.html. Acesso em: 12 de ago. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Companhia Energética do Ceará*. Processo CVM nº RJ-2009/0471. Decisão do Colegiado de 03 mar. 2009. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090303_R1/20090303_D07.html. Acesso em: 12 de ago. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Companhia Petroquímica do Sul – COPESUL*. Processo CVM nº RJ-2007-7230. Decisão do Colegiado de 11 jul. 2007. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070711_R2/20070711_D01.html. Acesso em: 12 de ago. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Elektro Redes S.A.* Processo SEI nº 19957.006079/2017-68. Recurso de Rubens dos Santos contra entendimento da SEP e da SRE – Decisão do Colegiado de 24 out. 2017. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171024_R1/20171024_D0830.html. Acesso em: 12 de ago. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002*. Dispõe sobre o regime aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 7 mar. 2002.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo CVM nº 2008/4156*. Interessados: HSBC. Julgamento em 20 maio 2008. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2008/20080520_Voto_Marcos_Pinto_PA_20084156.pdf. Acesso em: 20 set. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador RJ 2005/4069*. Interessados: CBD/Casino. Julgamento em 10 out. 2006. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br>. Acesso em: 06 abr. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador RJ 2007/7230*. Interessados: Copesul/Braskem-Ipiranga. Julgamento em 20 nov. 2007. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br>. Acesso em: 06 abr. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador RJ 2008/12432*. Interessados: ABN AMRO Real/RFS. Julgamento em 30 jun. 2009. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br>. Acesso em: 06 abr. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador RJ 2009/0471*. Interessados: Endesa/Enel. Julgamento em 27 out. 2009. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br>. Acesso em: 06 abr. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador nº 19957.000115/2017-80*. Pedido de reconsideração de decisão do Colegiado – não realização de OPA por alienação de controle da Usiminas – Companhia Siderúrgica Nacional e outros. Decisão de 8 maio 2018. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180508_R1/20180508_D0547.html. Acesso em: 28 abr. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador nº 19957.011669/2017-11*. Interessado: Forjas Taurus. Julgamento em 17 dez. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br>. Acesso em: 06 abr. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Resolução CVM nº 85, de 31 de março de 2022*. Dispõe sobre ofertas públicas de aquisição de ações, em substituição à Instrução CVM nº 361/2002. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 1º abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Resolução CVM nº 215, de 11 de março de 2024*. Altera a Resolução CVM nº 85, de 31 de março de 2022. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 12 mar. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Tim Participações S.A.* Processo CVM RJ/2009/195638. Decisão do Colegiado de 15 jul. 2009. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090715_R2/20090715_D01.html. Acesso em: 12 de ago. 2025.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 17 dez. 1976.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 1º nov. 2001.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Parecer sobre controle e transferência de controle de empresas de telecomunicações*. Proposta de regulamentação da ANATEL, relativo ao Projeto de “Regulamento de Apuração de Controle e Transferência de Controle em Empresas Prestadoras de Serviços de Telecomunicações”, submetido à consulta pública pela Anatel, 04 jan. 1999.

CAF – COMITÊ DE AQUISIÇÕES E FUSÕES. *Código de Aquisições e Fusões*. São Paulo: Comitê CAF, 2011. Disponível em: <https://cafbrasil.org.br>. Acesso em: 05 abr. 2025.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4º Volume, Tomo II: arts. 243 a 300: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. 5. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Dissertação de concurso para Professor Titular, Faculdade de Direito da USP, 1978.

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

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COMUNIDADE EUROPEIA. *Directiva 2004/25/CE*. 2004. Acesso em: 26 abr. 2025.

EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário: Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FLORÊNCIO, Deborah Guedes Toledo. *Análise do entendimento do Colegiado da CVM sobre os conceitos de alienação de controle e de poder de controle para a aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas*. Trabalho de Graduação, FGV Direito SP, 2013.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. Contribuição de Carlos Augusto da Silveira Lobo.

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

OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. *Estrutura da companhia*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PELLINI, Patrícia. *Controle minoritário (capital difuso)*. In: IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Governança corporativa: estrutura de controles societários*. São Paulo: Saint Paul Editora – Saraiva, 2009.

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

PENNA, Paulo Eduardo. *Oferta Pública de Aquisição de controle de companhias abertas*. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto et al. (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória da Lei das S.A.: Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin / FGV, 2005.