FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

A Proteção dos Acionistas Minoritários em Operações de Alienação de Controle: Análise do Direito de Tag Along à Luz do Artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações.

Maria Eliane de Souza Pereira

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.
Orientador: Profº Luciano Souza Godoy
Versão de 31.01.2025

1) **Tema, contexto e delimitação de escopo**
Contextualização fática

No final de 2011, o grupo Ternium-Techint (TT) adquiriu o controle societário da Usiminas, com a colaboração dos antigos membros do bloco de controle, especificamente a VBC Energia e o grupo Votorantim (grupo V/C), que alienaram todas as suas ações ordinárias e deixaram a base acionária da companhia. Enquanto isso, outros membros do bloco, como o grupo Nippon Steel e Sumitomo (Grupo NSC) e a Caixa de Empregados da Usiminas (CEU), permaneceram como acionistas da empresa

A operação foi estruturada de modo a beneficiar o grupo controlador em detrimento dos acionistas minoritários, em clara violação à legislação que protege seus direitos em casos de alienação de controle. De acordo com o artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), o grupo TT deveria ter realizado uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) aos acionistas minoritários nas mesmas condições oferecidas aos antigos controladores.

Adicionalmente, a Instrução CVM 361, de 5 de março de 2002, que regula as ofertas públicas de aquisição, e o Regulamento de Listagem Nível 1 de Governança Corporativa da BMF&Bovespa, onde a Usiminas está listada, reforçam a obrigatoriedade de uma OPA nessas circunstâncias.

O negócio foi realizado objetivando evitar os custos de uma OPA, uma vez que nesse caso deveria ser assegurado aos minoritários o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle ou, alternativamente, a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle prejudicando. Essa conduta não apenas violou a legislação aplicável, mas também comprometeu a confiança no mercado de capitais brasileiro ao prejudicar diretamente acionistas minoritários que detinham ações ordinárias da Usiminas que deveriam ter sido devidamente compensados na forma da Lei.

Questão central de pesquisa

Em que medida o artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) assegura a proteção dos direitos dos acionistas minoritários em operações de alienação de controle, e quais os principais desafios e limitações na aplicação prática do direito de Tag Along no Brasil?

Modelo de pesquisa predominante

A pesquisa seguirá o modelo de estudo de caso, com foco na operação de alienação de controle da Usiminas. Serão avaliados documentos societários, contratos, pareceres jurídicos e decisões regulatórias relacionadas ao caso. Por se tratar do único precedente relevante no mercado brasileiro sobre a aplicação prática do direito de Tag Along previsto no artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, esse estudo possibilitará uma análise aprofundada e singular sobre o tema.

2) Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

Referencial Teórico-Normativo

- ✓ Como o artigo 254-A da Lei das S/A, a Instrução CVM 361 e o Regulamento de Listagem Nível 1 da BMF&Bovespa interagem para proteger os acionistas minoritários?
- ✓ De que forma o conceito de Tag Along se fundamenta em princípios de governança corporativa e proteção aos acionistas minoritários no Brasil?
- ✓ Quais precedentes jurídicos relevantes reforçam a aplicação do artigo 254-A e como essas decisões influenciam a interpretação desse direito em operações de alienação de controle?

Abordagem analítica

- ✓ Como o grupo Ternium-Techint, ao ocultar seu controle de fato sobre a Usiminas, conseguiu violar os direitos dos acionistas minoritários sem que a CVM identificasse o problema inicialmente?
- ✓ Quais foram os principais impactos da ausência de uma OPA (Oferta Pública de Aquisição) para os acionistas minoritários da Usiminas, e como essa operação afeta a credibilidade do mercado de capitais brasileiro?
- ✓ Quais os elementos mais evidentes que caracterizam a dissimulação no caso de mudança do controle da Usiminas e como esses elementos influenciam a análise jurídica do caso?

Pareceres Jurídicos Relevantes

Para embasar a análise da proteção dos acionistas minoritários em operações de alienação de controle, serão examinados os seguintes pareceres jurídicos, que abordam a interpretação e aplicação do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações:

1) Parecer CSN - Calixto Salomão Filho (20/09/2012)

Objeto:

1) A transferência onerosa das ações do bloco de controle do Grupo V/C ao Grupo T/T, com o pagamento de sobrepreço, caracteriza a alienação de controle prevista no art. 254-A e § 1° da Lei das SA., a impor a obrigação de realização de OPA?

2) Em casos de controle compartilhado, a interpretação do art. 254-A da LSA, para efeitos de caracterização da alienação de controle a um terceiro não integrante do bloco de controle, impõe necessariamente que este adquira ações ordinárias suficientes para assegurar de forma isolada uma posição de comando político da companhia?

Conclusões:

1) A transferência onerosa das ações do bloco de controle do Grupo V/C ao Grupo T/T, com o pagamento de sobrepreço, caracteriza a alienação de controle prevista no art. 254-A e § 1° da Lei das SA., a impor a obrigação de realização de OPA?
2) Em casos de controle compartilhado, a interpretação do art. 254-A da LSA, para efeitos de caracterização da alienação de controle a um terceiro não integrante do bloco de controle, impõe necessariamente que este adquira ações ordinárias suficientes para assegurar de forma isolada uma posição de comando político da companhia?

2) Parecer CSN - Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França (22/06/2012)

Objeto:

1) A transferência onerosa das ações do bloco de controle do Grupo V/C ao Grupo T/T, com o pagamento de sobrepreço, caracteriza a alienação de controle prevista no art. 254-A e § 1° da Lei das S.A., a impor a obrigação de realização de OPA?
2) Em casos de controle compartilhado, a interpretação do art. 254-A da LSA, para efeitos de caracterização da alienação de controle a um terceiro não integrante do bloco de controle, impõe necessariamente que este adquira ações ordinárias suficientes para assegurar de forma isolada uma posição de comando político da companhia?

Conclusões:

1) A venda onerosa das ações do Grupo V/C para o Grupo T/T, com pagamento de sobrepreço de 89,5%, configura alienação de controle, sujeita à OPA prevista no art. 254-A da LSA. O Grupo T/T não apenas adquiriu ações, mas um poder de controle igualitário e indivisível dentro do bloco, com prerrogativas superiores às do Grupo V/C, justificando o alto sobrepreço pago.
2) Não. O caso comprova que o Grupo T/T adquiriu controle compartilhado da Usiminas em condições igualitárias, alterando o sistema normativo de poder da companhia. Além disso, os próprios signatários dos Acordos de Acionistas de 2011 - Grupo V/C - e 2012 - Grupo T/T - reconhecem que a transferência de 50% do poder de voto representa uma mudança de controle.

3) Consulta TT – Luiz Fernando Cantidiano (Motta), Fernandes Rocha Advogados (24/11/2011)

Objeto:

1) A operação configura alienação de controle para fins do art. 254-A da Lei das S.A. e na regulação da CVM?

Conclusões:

1) Não. Isso porque, no caso, apesar de o terceiro estar adquirindo ações integrantes do bloco de controle, não estará se tornando proprietário de uma grande quantidade de ações que lhe assegure exercer de forma isolada o comando da companhia. Ainda, o alienante não é controlador. A celebração de um novo acordo de acionistas não faz com que se configure a obrigação de OPA, já que ocorreu apenas uma reorganização do grupo de controle.

4) Parecer Ternium – Modesto Carvalhosa (18/03/2023)

Objeto:

1) A venda de ações de emissão de Usiminas, pelos Grupos V/C e CEU ao Grupo T/T e a consequente celebração do Novo Acordo de Acionistas, configuram alienação do controle daquela Companhia, a ensejar a realização da OPA prevista no art. 254-A da Lei de S/A?

Conclusões:

1) Não. Os Grupos V/C e CEU não alienaram ao Grupo T/T uma participação que lhe outorgasse uma posição dominante na comunhão de controle, dado que sequer detinham tal posição. O Grupo T/T/, ao celebrar o Novo Acordo de 2012, não assumiu as prerrogativas de acionista controlador previstas no art. 116 da Lei de S/A. O eventual pagamento de sobrepreço não é elemento caracterizador de alienação de controle, uma vez que a aquisição de participações minoritárias estratégicas também se dá com o pagamento de prêmio.

5) Parecer Confab – Fábio Ulhôa Coelho (18/03/2013)

Objeto:

1) A aquisição, pelo Grupo T/T, da totalidade das ações de emissão da Usiminas detidas pelo Grupo V/C, e de percentual das ações da CEU, sendo os vendedores membros do bloco de controle desta companhia, obrigada a realização de OPA?
2) O pagamento de sobrepreço torna obrigatória a OPA? 3) O exame das cláusulas do Acordo de Acionistas Aditado e Consolidado (16.01.2012) em comparação com o aditamento e consolidação anterior (06.11.2006) permite concluir que houve alienação de controle, tornando obrigatória a realização de OPA?

Conclusões:

1) Não. A hipótese é de alienação de controle parcial, já que os vendedores não eram detentores do controle total, o que não dá ensejo à obrigatoriedade de OPA. O Grupo T/T adquiriu uma posição do bloco de controle, anteriormente detida pelo Grupo V/C.
2) Não. O pagamento de sobrepreço não é exclusivo da alienação de controle, estando presente, também, no simples ingresso de novo acionista no bloco de controle. Portanto, não enseja realização de OPA. 3) De maneira nenhuma. Atualmente, em nenhuma das deliberações sociais é possível que qualquer co-controlador tenha sua opinião desprezada. É justamente essa absoluta impossibilidade de o Grupo T/T preponderar no processo decisório que descarta qualquer cogitação de aquisição de controle total, como seria necessário para a incidência do art. 254-A da Lei das S.A.

6) **Parecer Usiminas – Eizirik Advogados (09/12/2011)**

Objeto:

1) As transferências de ações acarretam a alienação de controle da companhia e a consequente obrigação de ser realizada OPA com direito a voto de propriedade dos acionistas minoritários da companhia, nos termos do art. 254-A da Lei das S.A.?

Conclusões:

1) Não. O Grupo T/T não terá poderes para individualmente produzir qualquer mudança efetiva na orientação geral dos negócios da Usiminas, de novo que seu ingresso no grupo de controle não caracterizará o surgimento de um novo acionista controlador. A existência de ágio não constitui requisito a ser considerado na análise de obrigatoriedade de OPA por alienação de controle.

7) **Parecer CSN – José Alexandre Tavares Guerreiro e Gabriel Saad Kik Buschinelli (01/08/2013)**

Objeto:

1) Ocorreu evento gerador da OPA?

Conclusões:

1) Sim. Com base nas ações que adquiriu de um acionista controlador, um terceiro passou a compartilhar do poder de controle sobre a companhia, assumindo o status de controlador antes ostentando pelo alienante. O Grupo V/C compartilhava o poder de controle da Usiminas, alineou ações integrantes do bloco de controle a um terceiro que não era controlador, e esse terceiro passou a figurar como controlador conjunto da companhia. Ainda, o acordo de acionistas não prevê mecanismos de resolução de impasses, comuns em acordos desse feitio.

8) **Parecer CSN – José Alexandre Tavares Guerreiro (26/01/2015)**

Objeto Fatos Novos.

1) Os fatos novos tornam mais clara a ocorrência de todos os requisitos legais para a configuração do negócio jurídico típico de alienação do controle?
2) Essa alienação foi onerosa? Por quê?
3) É possível adquirir controle sem adquirir a maioria das ações?
4) É possível adquirir controle por meio de inúmeros atos?
5) O Novo Acordo de Acionistas caracteriza uma técnica de estabilização do controle do Grupo T/T?
6) O Grupo T/T adquiriu poder de controle isoladamente após a operação?
7) Qual posição passaram a ocupar o Grupo NSC e CEU?
8) Qual a medida administrativa cabível para exigir a realização de OPA de alienação de controle?
9) O direito dos minoritários à realização de OPA prescreve ou decai?
10) É correto que a CVM suspenda direitos políticos e econômicos de quem aliena disfarçadamente o controle até que se realiza a OPA?
11) Caso o adquirente não realize a OPA, o que deve acontecer?

Conclusões:

1) Sim, o conflito entre os atuais integrantes do bloco de controle demonstra que a condução dos negócios sociais da companhia passou a ser submetida à vontade do Grupo T/T.
2) Sim, e tudo indica que o Grupo NSC também teria sido beneficiado financeiramente após a concessão de direitos dentro do grupo de controle.
3) Sim, o controle conjunto consiste justamente em forma de controlar a companhia sem deter individualmente a participação societária majoritária.
4) Sim, o poder de controle é poder de fato que pode decorrer de distintas situações jurídicas, podendo decorrer de distintos atos e contratos que culminem com a transferência do poder fático.
5) Sim. A partir do momento em que o Grupo NSC concedeu ao Grupo T/T o direito de indicar a quase totalidade dos membros da diretoria da companhia, a diretoria formada por indicação isolada do Grupo T/T somente poderia ser destituída por novo consenso entre os controladores, assegurando a manutenção de sua posição dominante.
6) Sim, pois elegeu a maioria dos administradores da companhia, podendo influenciar isoladamente na condução dos negócios sociais.
7) O Grupo NSC é integrante do grupo de controle, mas detém posição minoritária e está inibido de compor a diretoria. CEU é signatária do novo acordo, mas não faz parte do acordo de comendo, não exercendo poder de controle.
8) Apresentar representação à CVM.
9) O direito está sujeito à prescrição, mas não à decadência.
10) Cabe à CVM agir de forma repressiva face aos prejuízos ao mercado.
11) A inobservância da exigência legal tem como efeito a ineficácia do negócio jurídico.

9) Parecer Complementar CSN – Calixto Salomão Filho (12/01/2015)

Objeto Fatos Novos:

1) Os fatos novos descritos nesta consulta reforçam a alienação de controle de Usiminas para o Grupo T/T?
2) A celebração de contratos entre a USIMINAS e partes relacionadas ao Grupo NSC, em volume e montante imensamente maiores do que os praticados anteriormente à aquisição de controle pelo Grupo T/T, caracteriza a prática de tunneling, afronta à norma do articulado "a", §1°, do art. 117 da LSA?
3) O Novo Acordo de Acionistas caracteriza uma técnica de estabilização do controle do Grupo T/T?
4) A situação descrita pelo consulente é a mesma a que se refere o caso COPESUL, ou seja, a hipótese em que o adquirente de participações de ex-membro do grupo de controle ostenta poder de controle isoladamente após a operação?
5) A OPA de alienação de controle é obrigatória?
6) O direito dos minoritários à realização o de OPA prescreve ou decai?
7) Caso o adquirente não realize a OPA, o que deve acontecer?

Conclusões:

1) Os novos fatos confirmam a alienação de controle da Usiminas para o Grupo T/T, que exerce poder exclusivo com apoio passivo do Grupo NSC. A alta frequência de contratos entre Usiminas e NSC reforça essa relação e a dominação da administração pela T/T;

2) Se lesivos à Usiminas, os contratos entre a empresa e o Grupo NSC configuram tunneling, violando o art. 117 da LSA. Além disso, sua mera existência comprova a relação entre as partes e reforça a alienação de controle para o Grupo T/T;
3) Sim, o Novo Acordo de Acionistas estabilizou o controle do Grupo T/T, garantindo seu domínio na administração da Usiminas com apoio passivo do Grupo NSC.;
4) Sim;
5) Sim, a OPA é obrigatória, pois houve alienação de controle, cabendo à CVM determinar sua realização conforme a Instrução 361/02;
6) Não há prescrição ou decadência, pois o direito à OPA protege a ordem econômica e o mercado de capitais;
7) Se a OPA não for realizada, acionistas prejudicados podem solicitar à CVM ou ao Judiciário a suspensão dos direitos de voto do adquirente, com base nos art. 120 e 109 da LSA.

10) Parecer Complementar CSN – Erasmo Valladão (02/02/2015)

Objeto Fatos Novos:

1) Os fatos novos descritos nesta consulta reforçam a alienação de controle de Usiminas para o Grupo T/T?
2) Quem é o alienante de controle?
3) Essa alienação foi onerosa? Por quê?
4) A celebração de contratos entre a USIMINAS e partes relacionadas ao Grupo NSC, em volume e montante imensamente maiores do que os praticados anteriormente à aquisição de controle pelo Grupo T/T, caracteriza a prática de tunneling, afronta à norma do articulado "a", §1°, do art. 117 da LSA?
5) É possível adquirir controle sem adquirir a maioria das ações?
6) É possível adquirir controle por meio de inúmeros atos?
7) O Novo Acordo de Acionistas caracteriza uma técnica de estabilização do controle do Grupo T/T?
8) A situação descrita pelo consulente é a mesma a que se refere o caso COPESUL, ou seja, a hipótese em que o adquirente de participações de ex-membro do grupo de controle ostenta poder de controle isoladamente após a operação?
9) Qual a medida administrativa cabível para exigir a realização de OPA de alienação de controle?
10) É correto que a CVM suspenda direitos políticos e econômicos de quem aliena disfarçadamente o controle até que se realiza a OPA?
11) Caso o adquirente não realize a OPA, o que deve acontecer?

Conclusões:

1) Sim, evidências como sobrepreço, novo acordo de acionistas e impasses na gestão confirmam a alienação;
2) Principalmente o Grupo NSC, mas CEU e NSC também reduziram poder e participação;
3) Sim, o pagamento de sobrepreço comprova que não foi uma simples venda de ações, mas uma alienação de controle;
4) Sim, indicam contrapartida pelo compartilhamento do controle e abdicação de poderes;
5) Sim, controle pode ser compartilhado e exercido de fato sem maioria acionária;

6) Sim, alienação pode ocorrer em fases, conforme previsto na legislação;
7) Sim, fortaleceu o controle do Grupo T/T, tornando sua diretoria inamovível;
8) Não, pois na Usiminas houve ingresso de um novo controlador, enquanto na Copesul um acionista apenas absorveu a participação do outro;
9) Apresentar reclamação à CVM para instauração de processo administrativo;
10) Sim, pode aplicar sanções e medidas administrativas;
11) O Grupo T/T pode sofrer ações judiciais, suspensão de direitos e sanções administrativas.

11) Parecer CSN – Alessandro Octaviani (16/06/2015)

Objeto:
Contratos de Transferência de Tecnologia no direito brasileiro: efeitos concorrenciais e societários.

1) Contratos de Transferência de Tecnologia podem ser considerados contratos associativos? Se sim, quais as consequências perante o direito concorrencial brasileiro?
2) O poder de decidir sobre Contratos de Transferência de Tecnologia é demonstrativo da existência de poder de controle? Se sim, quais as consequências perante o direito societário e do mercado de capitais brasileiro?

Conclusões:

1) Sim. Os contratos mencionados no Formulário de Referência, por seu objeto, valores e, principalmente, pela caracterização material das relações nas quais se inserem, deveriam ser submetidos à autoridade concorrencial. Caso as partes não o fizeram, expõem-se às respectivas sanções.
2) Sim. Ainda, o comportamento posteriormente observado é revelador da existência de poder de controle, objeto do dever-poder investigatório da CVM.

12) Parecer Grupo TT – Flávio Yarshell (09/10/2015)

Objeto: Consulta sobre a possibilidade de a CSN apresentar fatos novos em grau de recurso, especialmente acerca da controvérsia posterior entre o Grupo TT e o Grupo Nippon

Conclusões:
Os fatos e documentos novos discrepam dos fatos e fundamentos jurídicos postos na demanda e que já se estabilizaram. Admitir discuti-los, em grau recursal, seria desconsiderar a regra do art. 264 do CPC 1973; submeter ao tribunal uma causa diversa daquela que foi posta e julgada em grau inferior, com afronta à garantira do juiz natural e do devido processo legal.

13) Parecer Confab – Fabio Ulhôa Coelho (13/10/2015)

Objeto: Parecer complementar ao de 18/03/2013.

1) As prerrogativas conferidas ao diretor presidente da Usiminas pelo acordo de acionistas de 2012 e pelo estatuto social da Usiminas permitem que ele exerça o controle de fato da companhia? O fato de o CA ter definido que os demais diretores são a ele subordinados altera a resposta anterior?
2) Nas petições protocoladas pela CSN em 24.03.2015 e 24.08.2015 há elementos que indiquem paralisação ou imobilismo por parte do CA e da AG da Usiminas?

3) Mesmo que se aceite que houve uma paralisação, isso permitiria que a diretoria da Usiminas usurpasse a competência de outros órgãos?
4) Considerando que o acordo de acionistas de 2012 pressupõe ao menos o consenso entre os Grupos TT e Nippon para a tomada de decisões, pode-se dizer que o Grupo TT teria prerrogativa de exercer o controle isolado e exclusivo da Usiminas, preponderar dentro do grupo de controle ou influir diretamente na direção da Usiminas?
5) A resposta anterior é alterada pelo fato de os Srs. Julian Alberto, Paolo Felice e Marcelo Chara terem atuado como executivos do Grupo TT antes de tomarem posse como diretores da Usiminas?
6) Nas petições protocoladas pela CSN em 24.03.2015 e 24.08.2015 há elementos que comprovem ou indiquem que o Grupo Nippon, a partir do ingresso do Grupo TT, afastou-se da gestão da Usiminas, submetendo-se às decisões do Grupo TT?
7) Considerando a manifestação da Usiminas perante a CVM em 10.09.2015, é possível inferir que as transações com partes relacionadas mencionadas nas petições da CSN em 24.03.2015 e 24.08.2015 representam contrapartida que o Grupo TT teria pago ao Grupo Nippon com o objetivo de passar a exercer o controle unitário e exclusivo da Usiminas ou de preponderar dentro do bloco de controle?
8) O conflito entre os atuais integrantes do bloco de controle da Usiminas quanto à destituição dos ex-diretores da companhia nega ou confirma que o Grupo TT passou a exercer o controle unitário e exclusivo da Usiminas?
9) As petições da CSN trazem algum elemento que confirme sua alegação de que teria existido um acordo entre o Grupo TT e o Grupo Nippon com o fim de garantir ao primeiro o controle da Usiminas a despeito do Acordo de Acionistas?
10) Considerando os argumentos da CSN como verdadeiros, o controle que teria sido alienado ao Grupo TT contaria com uma estabilidade que permitisse falar em controle para fins do art. 254-A?
11) Os argumentos do parecer de José Alexandre Tavares Guerreiro e Gabriel Saad Kik Buschinelli alteram seu entendimento sobre a (não) incidência do art., 254-A?
12) A tese apresentada pela CSN pressupõe a prática de algum ilícito por partes dos administradores, dos fiscais ou dos controladores da Usiminas? A OPA representa o remédio jurídico adequado?

Conclusões:

1) Nenhum dos atos societários referidos no quesito permitem que ao diretor presidente da Usiminas exerça o controle de fato da companhia, ao contrário, continua subordinado ao CA.;
2) Não, ao contrário, os fatos mostram um CA atuante e uma AG dinâmica;
3) No Brasil, os CAs e as AGs são órgãos de pouca influência no dia a dia das companhias, o que não pode ser visto como uma "usurpação" de seus poderes pela diretoria. Ainda que se admitisse paralisia e imobilismo para além do padrão normalmente encontrado nas empresas brasileiras, isso não poderia ser interpretado como a concentração de todo o poder de controle nas mãos do co-controlador que indicou o diretor presidente;
4) Não há base racional ou jurídica para argumentar que o Acordo 2012 teria concentrado nas mãos do Grupo TT todo o poder de controle da Usiminas, dado que a necessidade de consenso limita, ao invés de ampliar, o poder de controle;

5) Não há nenhuma prova de que a eleição dos diretores referidos teria contrariado uma longa tradição da Usiminas, e se o Grupo TT elegeu parte dos administradores, apenas indica que participa do poder de controle, mas não o detém com exclusividade, o que não altera a resposta ao último item;
6) Não. Ao contrário, o conflito mencionado eclodiu por não ter o Grupo Nippon se omitido e se submetido ao Grupo TT;
7) A única coisa que se pode inferir da manifestação da Usiminas perante a CVM é que o Grupo Nippon não poderia ter recebido nenhuma remuneração informal de alegado prêmio de controle, por meio de suposto "túnel" construído via fluxo de pagamentos com contratos com partes relacionadas;
8) O conflito nega a tese dos autores. Se o Grupo TT fosse controlador único da Usiminas, nenhum outro acionista teria conseguido afastar três membros da diretoria contra a sua vontade;
9) Não, a tese é irracional, sem sentido, desprovida de plausabilidade;
10) O poder de controle do Grupo TT seria tão frágil que dele não decorreria direito de saída conjunta ao minoritários. O Grupo Nippon poderia reassumir o exercício de sua fatia de controlador a qualquer momento;
11) O parecer não altera em nada o entendimento anterior, dado que o referido parecer considera que o art. 254-A incide no caso de alienação parcial de controle, enquanto mantenho o entendimento de que neste caso não há obrigatoriedade de OPA;
12) As sanções aplicáveis ao extenso conjunto de ilícitos acarretariam a aplicação de sanções administrativas e penais, assim como a responsabilização civil, mas em nenhum caso implicaria a obrigatoriedade da OPA, dada a inexistência de alienação do poder de controle.

14) Parecer Grupo TT – Flávio Yarshell (17/12/2015)

Objeto:
1) Os fatos qualificados como "novos" pela CSN, noticiados nos autos em petições dirigidas ao Tribunal responsável pelo julgamento da apelação, podem compor o objeto do processo?
2) O Tribunal a quem incumbe o julgamento da apelação da CSN é o juiz natural para conhecer das alegações novas?

Conclusões:
1) Os fatos qualificados como "novos" pela CSN, noticiados nos autos em petições dirigidas ao Tribunal responsável pelo julgamento da apelação, podem compor o objeto do processo?
2) O Tribunal a quem incumbe o julgamento da apelação da CSN é o juiz natural para conhecer das alegações novas?

15) Parecer CSN – Ruy Rosado de Aguiar (22/01/2016)

Objeto: Consulta sobre a ocorrência de transferência disfarçada de controle na Usiminas, o que torna obrigatória a realização da OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A.
Conclusões: A operação está subsumida nas regras do art. 167, caput, e §1º, II do CC, e do art. 254-A da Lei das S.A. Houve um negócio simulado, mediante contrato simulatório entre o Grupo TT, o Grupo NSC e CEU. De acordo com o Código Civil brasileiro, a simulação ocorre quando há divergência entre a manifestação de

vontade e o verdadeiro propósito do negócio. A operação em questão apresenta elementos típicos da simulação, pois a formalização da transação como uma mera compra e venda de ações encobriu a real intenção de transferência do controle. Uma vez demonstrada a verdadeira natureza da operação, devem ser aplicadas as consequências jurídicas correspondentes, incluindo o direito dos minoritários à OPA. A transferência de poder de controle da Usiminas se deu em etapas, concretizada a partir da aquisição das ações, e se desdobrou na alteração da estrutura organizacional da companhia com a aprovação de um novo acordo de acionistas e da prática de diversos atos pela administração.

Recomendações finais

- ✓ Quais medidas regulatórias podem ser implementadas para evitar que casos como a do grupo Ternium-Techint ocorram novamente, especialmente em relação à alienação de controle e à proteção dos acionistas minoritários?
- ✓ De que forma a CVM e outras entidades reguladoras podem aprimorar a fiscalização de operações societárias complexas para garantir maior transparência e equidade?
- ✓ Quais são as melhores práticas de governança corporativa que empresas listadas devem adotar para garantir que os direitos dos acionistas minoritários sejam devidamente respeitados em transações de alienação de controle?

3) Justificativa da relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

A relevância deste estudo está diretamente relacionada à necessidade de consolidar a proteção dos acionistas minoritários no mercado de capitais brasileiro, especialmente em operações de alienação de controle. O direito de Tag Along, como previsto no Artigo 254-A da Lei nº 6.404/76, visa mitigar a assimetria de poder entre acionistas controladores e minoritários, garantindo a estes últimos uma remuneração justa e proporcional em condições similares às oferecidas ao controlador. O caso da alienação do controle da Usiminas pelo grupo Ternium-Techint expôs fragilidades regulatórias, como a falta de fiscalização eficiente pela CVM e as estratégias estruturadas para evitar a aplicação da OPA. Esses problemas destacam a importância de desenvolver soluções práticas que aumentem a transparência em operações societárias, estabeleçam critérios claros para a aplicação do Tag Along e fortaleçam a atuação de órgãos reguladores, como a CVM.

Ao analisar o caso Usiminas em profundidade, a pesquisa pode oferecer diretrizes para melhorar as normativas vigentes e a governança corporativa das empresas listadas na B3, promovendo maior segurança jurídica e equidade. O estudo também inova ao propor uma análise integrada entre os aspectos jurídicos, regulatórios e econômicos relacionados ao direito de Tag Along. Com base nos precedentes judiciais e administrativos, a pesquisa busca identificar padrões e lacunas regulatórias, sugerindo ajustes que atendam às especificidades do contexto brasileiro e reforcem a proteção aos minoritários.

O impacto do estudo transcende o âmbito acadêmico, alcançando o mercado de capitais e as práticas corporativas. Ele tem o potencial de influenciar revisões legislativas que

aprimorem o Artigo 254-A e as diretrizes da CVM, a adoção de melhores práticas por parte de empresas e investidores e o fortalecimento da confiança de investidores nacionais e estrangeiros no mercado brasileiro, promovendo um ambiente mais justo e atraente.

4) Familiaridade com o objeto da pesquisa

A autora acompanha todos os desdobramentos do caso Usiminas desde 2011, envolvendo-se ativamente em análises jurídicas e regulatórias sobre o Artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações. Essa experiência prática permite uma compreensão profunda dos desafios enfrentados pelos acionistas minoritários, especialmente diante de operações estruturadas para minimizar custos e contornar obrigações legais. Além do acompanhamento do caso Usiminas, a autora possui amplo conhecimento sobre disputas envolvendo alienações de controle, destacando-se no estudo de precedentes como o da CSN, cujas nuances reforçam a necessidade de regulamentações mais robustas e fiscalização rigorosa. O contato com pareceres jurídicos, recursos administrativos e decisões judiciais enriquece sua perspectiva analítica e crítica.

A vivência direta com questões regulatórias e práticas de governança corporativa permite à autora identificar lacunas específicas no sistema jurídico brasileiro e propor soluções realistas e aplicáveis. Sua análise do caso Usiminas, fundamentada em uma experiência prática detalhada e em estudos aprofundados sobre o tema, reforça a credibilidade de sua abordagem. A autora não apenas observa o caso como um objeto de estudo, mas utiliza seu conhecimento técnico para propor recomendações que possam efetivamente influenciar políticas públicas e decisões corporativas. Sua familiaridade com o contexto regulatório brasileiro, confere ao estudo uma perspectiva rica e abrangente.

5) Bibliografia preliminar

ANDREZO, Andrea Fernandes. “A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária – efeito v avanço?” In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 130, São Paulo, Malheiros, 2003.

AZEVEDO, A. Junqueira. Negócio Jurídico e Declaração Negocial.

BULGARELLI, Waldir. Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. n° 111.17.

BULHÕES PEDREIRA, J. L. "Parecer". In: LAMY FILHO, A.; BULHÕES PEDREIRA, J. L. (Org.). A Lei das S.A., vol. 2, Parte III (Pareceres), 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Controle da Companhia. Revista da CVM, v. 1, n. 3, set.-dez. 1983

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Alienação e Aquisição de Controle”. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 59. São Paulo. Revista dos Tribunais, 1985.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 4. vol. - tomo II. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

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

CLEMENTE JR., José Alberto. Oferta pública de aquisição de ações - na alienação de controle de companhias abertas: apontamentos sobre o art. 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. RDM, v. 129

COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derrogabilidade das regras legais de quórum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. In: Novos ensaios e pareceres de direito empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder. Alienação de controle de companhia aberta. In: Direito Empresarial: Ensaios e Pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990

COMPARATO, Fábio Konder. Direito Empresarial: Estudos e Pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990

COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1975

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014

CUNHA PEREIRA, Guilherme Dôring da. Alienação do poder de controle acionário. São Paulo: Saraiva, 1995.

DUBEUX, Julio Ramalho. A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris, 2006.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. Oferta pública de aquisição na alienação do controle de companhia aberta. In: Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FILHO, Caio Machado; VIDAL NETO, Ademar. Transferência de ações integrantes do bloco de controle: critério para aplicação do artigo 254-A segundo as decisões da CVM. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases & materiais. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Alienação de controle de companhias abertas: o papel das instituições financeiras. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, ano XVII, n. 30/116, São Paulo, 1978.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o poder disciplinar da CVM. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, ano XX, n. 43, jul-set/1981.

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. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 45, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). In Direito das Companhias, vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A Lei das S/A. Rio de Janeiro: Renovar, 1992

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A Lei das S/A: pressupostos, elaboração e aplicação, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996

LEÃES, Luiz Gastão de Barros. "Acordo e Comando e Poder Compartilhado". In: Pareceres, vol. 2. São Paulo: Singular, 2004.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Pareceres, vol. 11. São Paulo: Singular, 2004.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. "Sociedades coligadas, controladoras e controladas". In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LUCENA, José Waldecy. O direito de saída conjunta ('Tag Along'). In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Coord. Jorge Lobo, 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. Tratado de Direito Privado. Tomo V. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1955.

MOTA, Nelson Cândido. Alienação do poder de controle compartilhado. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, ano XXXII, n. 89, jan.-mar./1993.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha; LUCCA, Newton de. A oferta pública de aquisição de ações. In: Direito societário: gestão e controle. Coord. Maria Eugênia Finkelstein e José Marcelo Martins Proença. São Paulo: Saraiva, 2008.

OLIVEIRA, Fernando Albino de. A alienação do controle societário na Lei das S.A. In: Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: 10B, 2002.

PENALVA DOS SANTOS, J. A. Direito dos minoritários; alienação de controle de companhia aberta e os direitos dos minoritários. In: Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Coord. Jorge Lobo, 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

PENNA, Paulo Eduardo. Alienação de controle de companhia aberta. São Paulo: Quartier Latin, 2012. n° 4.4.3.2 e n° 4.4.3.

PRADO, Roberta Nioac. Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. - Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SALOMÃO FILHO, C. O novo direito societário, 5ª ed., São Paulo, Saraiva, 2019.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. Transferência do controle acionário: Interpretação e valor. Niterói: FMF, 2004.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. Vol. I. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TOMASETTI JR., Alcides. A parte contratual. In: ADAMEK, Marcelo V. von (coord.). Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos - Liber Amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011.

TRINDADE, Marcelo. "O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil". In: SADDI, Jairo (coord.). Fusões e aquisições: Aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: 10B, 2002.

VERZOLA, Antonio Carlos. Processos sancionadores nos mercados financeiro e de capitais - Bacen e CVM. Rio de Janeiro: Renovar, 2012

6) Cronograma de execução

	2025												2026			
Atividade	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	Horas
Revisão bibliográfica																90h
Coleta de dados e decisões																60h
Análise de dados e estudo de caso																120h
Redação preliminar																80h
Revisões e ajustes																40h
Conclusão e entrega																20h