

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

Aquisição de Controle por meio de OPA Concorrente – Análise do Caso Eletropaulo

Eduardo Figueira de Brito

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

Versão de 17.10.2020

1. Tema, contexto e modelo de pesquisa predominante

O trabalho visa a descrever e analisar o processo competitivo de disputa para aquisição do controle acionário da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. ("Eletropaulo" ou "Companhia"), realizado por meio de ofertas públicas de aquisição de ações ("OPA") lançadas em abril de 2018 por Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A. ("Enel"), Neoenergia S.A. e Energisa S.A., e concluído em junho do mesmo ano pela Enel, concorrente que se sagrou vencedora.

Serão avaliadas, portanto, as medidas e decisões tomadas pelas ofertantes, pela administração e pelos acionistas da Companhia, pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") e pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3") ao longo do processo competitivo, bem como os impactos dos procedimentos adotados por cada um deles.

Nesse sentido, o objetivo do trabalho é fornecer as ferramentas necessárias para auxiliar os participantes do mercado, principalmente ofertantes e administradores da companhia-alvo, no âmbito de processos competitivos de disputa para aquisição do controle de companhias abertas, esclarecendo eventuais dúvidas procedimentais e possibilitando uma melhor tomada de decisão por tais agentes com base nos aprendizados decorrentes do precedente de Eletropaulo.

O modelo de pesquisa predominante do trabalho será, assim, o de estudo de caso – o "*Caso Eletropaulo*".

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

2.1. Contextualização Fática

Quesito 2.1.1: Quais as medidas e precauções preliminares tomadas por cada ofertante para lançamento da OPA?

Quesito 2.1.2: Durante o período das ofertas, quais os procedimentos adotados **(i)** pela administração da Companhia (*e.g.*, medidas defensivas, cumprimento de deveres fiduciários,

divulgação de informações, etc.), **(ii)** pelos ofertantes concorrentes (*e.g.*, celebração de acordos de aceitação com acionistas, celebração de acordo com a administração da Companhia, questionamento em juízo de medidas adotadas pela administração da Companhia, etc.) e **(iii)** pelo regulador (*i.e.*, papel exercido pela CVM e pela B3)?

Quesito 2.1.3: Como se deu e qual foi o resultado do procedimento competitivo?

Quesito 2.1.4: Quais as medidas adotadas pelo ofertante vencedor após a conclusão da OPA?

Fontes de pesquisa e forma de acesso: os quesitos relacionados à contextualização fática poderão ser respondidos por meio de pesquisa a **(i)** informações divulgadas pela Companhia e pelos ofertantes ao longo do processo (disponíveis nos *websites* da CVM, da B3 e dos ofertantes), **(ii)** decisões judiciais (disponíveis no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo) e administrativas (disponíveis nos *websites* da CVM e da B3), **(iii)** matérias jornalísticas (disponíveis nos *websites* dos respectivos veículos de informação) e **(iv)** documentos com acesso autorizado (tendo em vista que fiz parte da equipe que assessorou a Enel no âmbito da operação, tive acesso a documentos restritos cujas informações, caso não sejam confidenciais, poderão ser utilizadas para elaboração do projeto).

2.2. Referencial Teórico-Normativo

Quesito 2.2.1: Qual a estrutura de uma oferta pública de aquisição de ações?

Quesito 2.2.2: Qual a legislação e a regulamentação aplicáveis a ofertas públicas **(i)** de aquisição de controle, **(ii)** cumuladas e **(iii)** concorrentes?

Quesito 2.2.3: Quais as regras específicas editadas pela CVM e pela B3 para o caso da Eletropaulo?

Quesito 2.2.4: Alguma das partes envolvidas foi privilegiada pelos órgãos reguladores? Como os órgãos reguladores devem atuar para se manterem neutros?

Quesito 2.2.5: Qual o papel e quais os limites da administração da Companhia no âmbito da oferta?

Fontes de pesquisa e forma de acesso: os quesitos relacionados ao referencial teórico-normativo poderão ser respondidos por meio de pesquisa a **(i)** legislação e regulamentação aplicáveis (*e.g.*, Lei nº 6.404/1976, Lei nº 6.385/1976, Instrução CVM nº 361/2002, Regulamentos dos Segmentos Especiais de Listagem da B3, etc. – todos disponíveis nos *websites* da CVM, da B3 e do Planalto), **(ii)** decisões judiciais (disponíveis no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo) e administrativas (disponíveis nos *websites* da CVM e da B3) e **(iii)** doutrina nacional e internacional (disponível em bibliotecas públicas e/ou particulares a que tenho acesso, como as bibliotecas da FGV e as bibliotecas do Cescon Barrieu).

2.3. Abordagem Analítica

Quesito 2.3.1: Os procedimentos, medidas e precauções adotados pelas ofertantes previamente ao lançamento de cada OPA foram efetivos e suficientes? Como os riscos enfrentados pelos ofertantes podem ser mitigados?

Quesito 2.3.2: O papel desempenhado pela administração da Companhia observou os limites para a proteção dos interesses da Companhia e dos acionistas?

Quesito 2.3.3: As decisões tomadas pela CVM e pela B3 ao longo do processo (*e.g.*, determinação da forma de competição e de intervenção de terceiros) respeitaram as atribuições e competências de tais órgãos? Quais foram suas motivações?

Quesito 2.3.4: As medidas adotadas pelo ofertante vencedor após a conclusão da OPA permitiram que seus objetivos (*e.g.*, cancelamento do registro de companhia aberta) fossem alcançados?

Fontes de pesquisa e forma de acesso: os quesitos relacionados à abordagem analítica poderão ser respondidos por meio de pesquisa a **(i)** doutrina nacional e internacional (disponível em biblioteca públicas e/ou particulares a que tenho acesso, como as bibliotecas da FGV e as bibliotecas do Cescon Barriou, bem como em bases de dados, como HeinOnline e JSTOR), **(ii)** trabalhos acadêmicos (disponíveis em repositórios digitais de universidades) e **(iii)** legislação e regulamentação aplicáveis (*e.g.*, Lei nº 6.404/1976, Lei nº 6.385/1976, Instrução CVM nº 361/2002, Regulamentos dos Segmentos Especiais de Listagem da B3, etc. – todos disponíveis nos *websites* da CVM, da B3 e do Planalto).

2.4. Conclusão Propositiva

Quesito 2.4.1: Pode o ofertante divulgar um anúncio prévio da OPA, condicionando seu lançamento?

Quesito 2.4.2: Deve a administração buscar apenas a maximização do preço da OPA?

Quesito 2.4.3: Devem ser admitidas interferências no leilão? Sendo admitidas interferências, os interessados devem lançar OPA concorrente ou interferir?

Quesito 2.4.4: Como deve ser decidido o processo competitivo? Caso se entenda que seja por meio de leilão, qual a forma de leilão mais adequada?

Quesito 2.4.5: A OPA é a melhor estrutura para aquisição do controle de uma companhia aberta?

Quesito 2.4.6: Pode o ofertante cumular espécies distintas de OPA? Nesse caso, quais precauções devem ser adotadas?

Fontes de pesquisa e forma de acesso: os quesitos relacionados à conclusão propositiva poderão ser respondidos por meio de pesquisa a **(i)** doutrina nacional e internacional (disponível em biblioteca públicas e/ou particulares a que tenho acesso, como as bibliotecas da FGV e as bibliotecas do Cescon Barrieu, bem como em bases de dados, como HeinOnline e JSTOR), **(ii)** trabalhos acadêmicos (disponíveis em repositórios digitais de universidades) e **(iii)** legislação e regulamentação aplicáveis (*e.g.*, Lei nº 6.404/1976, Lei nº 6.385/1976, Instrução CVM nº 361/2002, Regulamentos dos Segmentos Especiais de Listagem da B3, etc. – todos disponíveis nos *websites* da CVM, da B3 e do Planalto).

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

Nos últimos 20 anos, o número de companhias abertas que não possuem um acionista titular de controle majoritário aumentou vertiginosamente¹. Dessa forma, cresceu também o número de companhias que podem ser alvo de ofertas públicas de aquisição de ações visando à tomada do controle societário.

Evidenciando esse novo cenário, o processo competitivo de disputa para aquisição do controle acionário da Eletropaulo foi o primeiro de sua espécie a ser realizado em 40 anos² – sendo o único implementado sob a vigência da Instrução CVM nº 361/2002, norma que regula as ofertas públicas de aquisição de ações.

A análise de tal caso paradigmático se apresenta, portanto, como ferramenta útil para auxiliar os participantes do mercado em operações similares que venham a ser realizadas no futuro, podendo ser utilizada como “roteiro” para a tomada de decisão dos agentes envolvidos.

Nesse sentido, o projeto tem o potencial de permitir que sejam identificados os erros e acertos de cada parte do processo (*i.e.*, ofertantes, administração e acionistas da companhia-alvo e reguladores), podendo levar ao aperfeiçoamento da sistemática das próximas operações do gênero.

4. Familiaridade do pesquisador com o objeto da pesquisa

Atuo há cerca de 10 anos nas áreas de Direito Societário, Governança Corporativa e Mercado de Capitais, assessorando companhias, instituições financeiras e fundos de investimento locais e estrangeiros em **(i)** ofertas públicas de aquisição de ações, **(ii)** operações de aquisições de controle, **(iii)** reestruturações societárias, **(iv)** ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e **(v)** procedimentos administrativos junto à CVM e à B3.

Além disso, fiz parte da equipe que assessorou a Enel (ofertante vencedora) no processo competitivo de aquisição do controle da Eletropaulo e no procedimento de conversão do seu

¹ TONUSSI, 2015, p. 72-73.

² Antes do caso de Eletropaulo, a última disputa pelo controle acionário de uma companhia aberta realizada por meio de oferta pública de aquisição de ações havia ocorrido em 1978, quando a Companhia Força e Luz Cataguazes Leopoldina e a Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG formularam ofertas concorrentes visando à aquisição do controle da Companhia Mineira de Eletricidade.

registro de companhia aberta, tendo participado ativamente de todas as etapas da operação (desde a negociação até a efetiva implementação do projeto).

5. Bibliografia preliminar

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. 9. ed. New Brunswick: Transaction Publishers, 2007.

BIRD, Paul S.; GOODING, Gregory V.; LEVITSKY, Jonathan E.; O'CONNOR, Maeve; REGNER, William D. **Takeover: A Strategic Guide to Merger and Acquisitions**. 4. ed. Philadelphia: Wolters Kluwer Law & Business, 2019.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Alienação de Controle de Companhia Aberta**. In: LAMY FILHO, A.; BULHÕES PEDREIRA, J. L. **A Lei das S.A. – vol. 2**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

CESCON, Maria Cristina; TORRES, Luciana de Castro Mares; FIGUEIREDO, Thenard Antunes. **Uma Nova Abordagem ao Anúncio Preliminar de OPA**. In: HANSZMANN, F. (Org.) **Atualidades em Direito Societário e Mercado De Capitais – vol. III**. São Paulo: Lumen Juris, 2018.

FRANCO, Vera Helena de Mello. **Considerações sobre as ofertas públicas para aquisição de ações (OPAs): estado atual da questão**. In: **Revista de Direito Mercantil**. São Paulo: Malheiros, 2006, nº 144 (out./dez. 2006), p. 16-58.

LIPTON, Martin; STEINBERGER, Erica H. **Takeovers & Freezeouts**. 70. ed. New York: Law Journal Press, 2020.

MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. **A Theory of Auctions and Competitive Bidding**. In: **Econometrica**. New Jersey: John Wiley and Sons, 1982, v. 50, nº 5 (set./1982), p. 1089-1122.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **Análise prática e considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada hostil de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (*Brazilian pills*)**. In: SILVA, A. C. (Org.) **Direito Societário – Estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

OIOLI, Erik F. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das sociedades anônimas**. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2013.

OIOLI, Erik F. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

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

PENNA, Paulo Eduardo. O Papel da Comissão de Valores Mobiliários na Alienação de Controle de Companhia Aberta. In: LIMA, F. H. (Coord.) **Sistema Financeiro Nacional Contemporâneo – Regulação e Desafios**. Curitiba: Juruá, 2019.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social – Oferta Pública de Aquisição de Ações e Outras Modalidades**. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Transferência do Controle Acionário**. São Paulo: FMF, 2004.

TONUSSI, Érico Lopes. Oferta Pública de aquisição de controle – casos práticos e o desenvolvimento da regulamentação aplicável. In: **Revista de Direito Empresarial**. Belo Horizonte: Fórum. 2015, vol. 8 (mar./abr. 2015), p. 69-88.

