

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Stefano Donassolo

**CONTROLE MINORITÁRIO DAS S.A. ABERTAS:
FORMAÇÃO, ESTABILIDADE E TRANSFERÊNCIA**

Porto Alegre

2015

STEFANO DONASSOLO

**CONTROLE MINORITÁRIO DAS S.A. ABERTAS:
FORMAÇÃO, ESTABILIDADE E TRANSFERÊNCIA**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito pelo Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Luis Renato Ferreira da Silva

Porto Alegre

2015

STEFANO DONASSOLO

**CONTROLE MINORITÁRIO DAS S.A. ABERTAS:
FORMAÇÃO, ESTABILIDADE E TRANSFERÊNCIA**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito pelo Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Aprovada em 04 de agosto de 2015 com conceito “A”.

BANCA EXAMINADORA:

Professor Luis Renato Ferreira da Silva - Orientador
Doutor em Direito pela Universidade de São Paulo

Professor Gerson Luiz Carlos Branco
Doutor em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Professor Luiz Carlos Buchain
Doutor em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Professor Ricardo Lupion Garcia
Doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul

AGRADECIMENTOS

Meus sinceros agradecimentos ao Prof. Dr. Luis Renato Ferreira da Silva por ter-me concedido a confiança e a oportunidade de, já na fase final deste trabalho, ser meu orientador. Seus conselhos, ensinamentos e dedicação foram determinantes para que a sua conclusão fosse possível.

Ao Prof. Dr. Luis Felipe Spinelli e ao Prof. Dr. Gerson Branco pelas importantes considerações e críticas realizadas quando da qualificação deste trabalho, indispensáveis ao aperfeiçoamento do estudo ora proposto.

Aos demais professores da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, por todos os ensinamentos e exemplos compartilhados. Em especial, ao Prof. Dr. Carlos Klein Zanini, ao Prof. Norberto Caruso Mac-Donald e à Prof.^a Dr.^a Véra Fradera, por despertarem em mim, desde a Graduação, o interesse pelo estudo do Direito Privado e Comercial.

“Não haverá, realmente, possibilidade de difusão das ações no público e de desenvolvimento de um mercado dos capitais e não haverá a possibilidade de apelar ao público para a colheita do capital da sociedade, independentemente de uma efetiva tutela de minoria e do acionista.”

Tullio Ascarelli

RESUMO

A característica histórica de concentração de capital das companhias abertas no Brasil, aliada à progressiva dispersão de capital nas sociedades listadas na BM&FBovespa verificada na última década, potencializa os debates acerca do controle minoritário. Nesse espectro, o presente trabalho objetiva investigar os principais aspectos referentes ao controle minoritário das sociedades anônimas abertas no Brasil, especialmente os relacionados às dificuldades impostas pela legislação brasileira à caracterização e à alienação dessa modalidade de controle. A primeira parte do trabalho analisa os principais fatos históricos e jurídicos relacionados à formação e à estabilidade do controle minoritário, tais como o incentivo à compra e à venda de ações em determinado período da história, os mecanismos jurídicos para consolidação do bloco controlador e as novas tendências de negociação no mercado de capitais. A segunda parte do trabalho investiga, partindo da experiência norte-americana e europeia, os principais aspectos jurídicos referentes à alienação e à aquisição do controle minoritário. Demonstra-se que a relação entre os artigos 116 e 254-A, ambos da Lei das Sociedades por Ações, impõe a realização da oferta pública de aquisição pelo adquirente do controle minoritário.

Palavras-chave: Direito Societário. Poder de Controle. Controle Minoritário. Alienação de Controle. Oferta Pública de Aquisição.

ABSTRACT

The historical pattern of capital ownership in Brazilian corporations, coupled with the increasing ownership dispersion seen in the last decade among companies listed on BM&FBovespa, has spurred the debate over minority control. In view of this evolution, the present study purports to investigate the main aspects of minority control in public limited companies in Brazil, especially those related to the difficulties imposed on the characterization and sale of corporate control by Brazilian Law. The first part of this work analyses the main historical and legal facts pertaining to these topics and concludes that the formation and stability of minority control is dependent on factors such as incentives for the purchase and sale of shares in a given historical period, legal devices as the Brazilian poison pills, shareholders' agreements, and new trading trends in the capital markets. The second part of this work investigates the principal legal aspects of the sale and acquisition of minority control based on the American and European experience. This work concludes by demonstrating that a mandatory tender offer is required by the interplay between Articles 116 and 254-A of the Brazilian Corporation Law in the sale of minority control.

Keywords: *Corporate Law. Corporate Control. Minority Control. Sale of Corporate Control. Tender Offer.*

LISTA DE TABELAS

- Tabela 1 Evolução do Número e do Volume Total de Ofertas na Bovespa e na BM&FBovespa (2004-2013) por segmento de listagem (Novo Mercado e demais)
- Tabela 2 Composição Societária da *Standard Oil* em 1960
- Tabela 3 Proporção de sociedades com bloco de controle definido em relação à média de ações ordinárias integrantes desse bloco em diversos mercados do mundo
- Tabela 4 Participação dos Investidores no Mercado brasileiro em 2015
- Tabela 5 Participação dos Acionistas na BRF S.A.
- Tabela 6 Síntese das Modalidades de Ofertas Públicas

ABREVIATURAS E SIGLAS UTILIZADAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
BACEN	Banco Central do Brasil
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
C.Com.	Código Comercial Brasileiro
CONSOB	<i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
<i>DGCL</i>	<i>Delaware General Corporation Law</i>
EUA	Estados Unidos da América
<i>HFT</i>	Operações de Alta Frequência (<i>High Frequency Trading</i>)
Ibovespa	Índice Bovespa
L.S.A.	Lei das Sociedades por Ações vigente
<i>NASDAQ</i>	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
<i>NYSE</i>	<i>New York Stock Exchange</i>
O.P.A.	Oferta Pública de Aquisição
S.A.	Sociedade Anônima
<i>SEC</i>	<i>U.S. Securities and Exchange Commission</i>
UK	Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
1. O FENÔMENO DO CONTROLE MINORITÁRIO	19
1.1. O CONTROLE MINORITÁRIO NO BRASIL	19
1.1.1. DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL: TENDÊNCIA AO CONTROLE MINORITÁRIO?.....	19
1.1.1.1. <i>Dos anos 1808 aos 1850.....</i>	19
1.1.1.2. <i>Dos anos 1850 aos 1940.....</i>	19
1.1.1.3. <i>Dos anos 1940 aos 1976.....</i>	23
1.1.1.4. <i>Dos anos 1976 aos 2001.....</i>	24
1.1.1.5. <i>O Novo Mercado e a Nova Bolsa</i>	29
1.1.2. PODER DE CONTROLE.....	38
1.1.2.1. <i>Poder como forma de dominação</i>	40
1.1.2.2. <i>Poder de Controle Societário</i>	41
1.1.2.3. <i>Graus de dissociação entre Propriedade e Controle: um panorama geral das modalidades de controle interno e suas implicações</i>	49
1.1.2.3.1. <i>Sistema Concentrado e Diluído de Capital.....</i>	49
1.1.2.3.2. <i>As teorias sobre o desenvolvimento da dissociação entre controle e propriedade: panorama geral</i>	54
1.1.2.3.3. <i>Modalidades de Controle Interno</i>	59
1.1.3. O TITULAR DO BLOCO DE CONTROLE MINORITÁRIO.....	62
1.1.3.1. <i>Acionista Controlador</i>	62
1.1.3.1.1. <i>Definição legal</i>	62
1.1.3.1.2. <i>Definição da BM&FBovespa</i>	66
1.1.3.1.3. <i>Posição da Comissão de Valores Mobiliários</i>	67
1.1.3.2. <i>Controlador Minoritário.....</i>	70
1.1.3.2.1. <i>Ausência de disposição sobre titularidade superior à metade das ações com direito a voto e a previsão de maioria absoluta</i>	70
1.1.3.2.2. <i>O controle como situação de fato: o exercício do controle</i>	72
1.1.3.2.3. <i>O requisito permanência.....</i>	74
1.2. A ASCENSÃO DO CONTROLE MINORITÁRIO.....	75
1.2.1. OS INCENTIVOS PARA AUMENTAR OU PARA DIMINUIR A POSIÇÃO ACIONÁRIA.....	76

1.2.1.1. <i>Por que exercer o controle? Os benefícios privados e a posição de dominação</i>	76
1.2.1.2. <i>O polo que vende</i>	78
1.2.1.3. <i>O polo que compra</i>	86
1.2.2. A ESTABILIDADE DO PODER DE CONTROLE MINORITÁRIO: O QUE PERMITE A DOMINAÇÃO DA MAIORIA PELA MINORIA?.....	92
1.2.2.1. <i>Passividade dos Acionistas e Absenteísmo</i>	93
1.2.2.2. <i>Investidores institucionais</i>	99
1.2.2.3. <i>Derivativos</i>	105
1.2.2.4. <i>Operações de Alta Frequência (High Frequency Trading)</i>	110
1.2.2.5. <i>O.P.A. estatutária (“poison pills brasileiras”)</i>	112
1.2.2.6. <i>Acordo de Acionistas</i>	120
2. A TRANSFERÊNCIA DO CONTROLE MINORITÁRIO	123
2.1. OS PRINCIPAIS MODELOS DE TRANSFERÊNCIA DE CONTROLE	123
2.1.1. MODELO NORTE-AMERICANO: PREDOMINÂNCIA DA REGRA DE MERCADO?.....	124
2.1.1.1. <i>Panorama geral do modelo de transferência de controle americano</i>	124
2.1.1.2. <i>As medidas defensivas no sistema americano</i>	127
2.1.1.3. <i>A transferência do controle minoritário nos EUA</i>	129
2.1.2. MODELO EUROPEU: DIRETIVA 2004/13 DA UNIÃO EUROPEIA	130
2.1.2.1. <i>Necessidade de uma regulação comum no âmbito europeu</i>	130
2.1.2.2. <i>Principais aspectos da Diretiva 2004/25 da União Europeia</i>	134
2.1.2.3. <i>A transferência do controle minoritário segundo a Diretiva 2004/25</i>	140
2.2. O PROBLEMA DO CONTROLE MINORITÁRIO: ARTIGO 254-A DA L.S.A.	142
2.2.1. TRANSFERÊNCIA DO CONTROLE NO DIREITO BRASILEIRO	143
2.2.1.1. <i>Aquisição Originária e Derivada de Controle</i>	143
2.2.1.2. <i>As modalidades de O.P.A. relativas à transferência de controle</i>	145
2.2.1.3. <i>Funções da O.P.A.</i>	148
2.2.2. ALIENAÇÃO DO CONTROLE MINORITÁRIO.....	154
2.2.2.1. <i>Artigo 254-A da L.S.A.: O.P.A. por Alienação de Controle</i>	154
2.2.2.1.1. <i>Evolução legislativa</i>	154
2.2.2.1.2. <i>Aspectos gerais</i>	157
2.2.2.1.3. <i>Hipóteses de incidência do artigo 254-A da L.S.A.</i>	161
2.2.2.1.3.1. <i>Alienação onerosa do controle</i>	161

2.2.2.1.3.2. <i>Alienação por meio de uma operação ou de um conjunto de operações</i>	163
2.2.2.1.3.3. <i>Objeto da alienação: ações integrantes do bloco de controle</i>	164
2.2.2.1.3.4. <i>Possibilidade de oferecer o prêmio de controle aos não controladores</i>	166
2.2.2.2. <i>Artigo 254-A da L.S.A. e o controle minoritário propriamente dito</i>	167
2.2.2.2.1. <i>Conceito de acionista controlador para fins do artigo 254-A da L.S.A.</i>	167
2.2.2.2.1.1. <i>Conceito de acionista controlador para fins de imputação de responsabilidade</i>	168
2.2.2.2.1.2. <i>Conceito de acionista controlador para fins do artigo 254-A da L.S.A.</i>	169
2.2.2.2.2. <i>O requisito do exercício de controle</i>	175
2.2.2.2.3. <i>A falta de estabilidade como óbice à aplicação do artigo 254-A à alienação do controle minoritário</i>	179
2.2.2.2.4. <i>A caracterização da alienação do controle minoritário: Caso TIM S.A.</i>	182
2.2.2.3. <i>Alienação de controle minoritário e o Novo Mercado</i>	190
2.2.2.4. <i>Alienação do controle compartilhado: as ações vinculadas a acordo de controle</i>	193
2.2.2.4.1. <i>Alienação de ações dentro do grupo de controle</i>	193
2.2.2.4.2. <i>Alienação de ações vinculadas a acordo de controle para terceiro não integrante do acordo de controle</i>	197
2.2.2.4.3. <i>Controle compartilhado: a caracterização do acionista controlador</i>	198
2.2.2.4.4. <i>Aplicabilidade da O.P.A. por alienação de controle compartilhado por integrantes que exercem o controle isoladamente nos termos do acordo de controle</i>	204
2.3. AQUISIÇÃO DO CONTROLE MINORITÁRIO	209
2.3.1. <i>O.P.A. POR AQUISIÇÃO DE CONTROLE</i>	209
2.3.1.1. <i>Origem</i>	209
2.3.1.2. <i>Objeto da O.P.A. do artigo 257 da L.S.A. e sua finalidade</i>	210
2.3.1.3. <i>O.P.A. voluntária</i>	212

2.3.2. AQUISIÇÃO DO CONTROLE MINORITÁRIO: OS BENEFÍCIOS EM RELAÇÃO AO ARTIGO 254-A DA L.S.A.....	213
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	217
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	220

INTRODUÇÃO

Em meados dos anos 1890, J. P. Morgan já explicitava os efeitos decorrentes da dissociação entre a propriedade e o controle. Ao conversar com um administrador de uma empresa ferroviária, a qual passava por uma séria crise decorrente da superexpansão do setor e da qual J.P. Morgan era representante dos acionistas, este exclamou: “*Your railroad? Your railroad belongs to my clients*”.¹ Esse fenômeno, pois, não é novo.

Entretanto, a história mostra-nos que a tendência de concentração e desconcentração de controle varia no tempo. São exemplos relevantes e recentes os dados acerca do aumento de participação de investidores institucionais no mercado norte-americano, ambiente tradicionalmente visto como exemplo de dominação das sociedades de capital pulverizado.² Fundos de pensões, de investimentos privados e de coberturas (*hedge funds*) estão cada vez mais dispostos a tomar parte nos órgãos de administração e influenciar os rumos da atividade.

Com efeito, em estudo realizado em 2007, demonstrou-se que no ano de 1953 os investidores institucionais eram titulares de cerca de 10% das ações negociadas nos Estados Unidos da América – EUA, ao passo que em 2006 essa participação aumentou para 70%.³ Ainda, grandes acionistas cada vez mais vêm lançando mão de instrumentos societários para garantir sua posição dominante no controle social. Isso pode ser verificado a partir da utilização de classes diferenciadas de ações, em que uma delas confere ao seu titular o direito de “super

¹ BRUNER, Robert F.; CARR, Sean D. **The Panic of 1907**: Hoboken: John Wiley & Sons, 2007, p. 11.

² Conforme grande parte da doutrina, o Mercado de Capitais americano é citado como grande exemplo do controle gerencial, decorrente do elevado nível de dispersão da base acionária verificada. Nesse sentido, podemos exemplificativamente citar: COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 52. BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006, p. 84-107. GOUREVITCH, Peter Alexis; SHIN, James. **Political Power & Corporate Control: the new global politics of corporate governance**. New Jersey: Princeton University Press, 2005, p. 6. BECHT, Marco; DeLONG, J. BRADFORD. Why has there been so little block holding in America?. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007, p. 613-614.p. 613-666. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 182. LA PORTA, Rafael et al. Law and Finance. **Journal of Political Economy**. Chicago: Chicago University Press, v. 106, nº 6, 1998. p. 1113-1155. COFFEE, John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. **Yale Law Journal**. New Haven: v. 111, 1ª Ed., out./2001. p. 10. Disponível em <http://www.yalelawjournal.org/images/pdfs/455.pdf>. Acesso em 16 de julho de 2013. Em sentido oposto, vide nota 8 abaixo.

³ GILLAN, Stuart; STARKS, Laura. The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance: a Morgan Stanley Publication*. Malden: v. 19, nº 1, winter/2007, p. 56. p. 55-73.. Disponível em <http://www2.mcombs.utexas.edu/faculty/laura.starks/gillanstarksjacf.pdf>. Acesso em 07 de maio de 2014. GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights (March 11, 2013). *Columbia Law Reviv*. New York: v.113, nº 863, mar./2013. Disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2206391>. Acesso em 06 de maio de 2014, p. 863-927.

voto” (*super voting shares*). No caso do Facebook, cada ação classe B detida por Mark Zuckerberg concede-lhe o direito de dez votos. Sociedades como Google e LinkedIn possuem modalidade semelhante de governança.⁴ Investidores institucionais também estão aumentando seu ativismo no Reino Unido – *UK*,⁵ a ponto de se cogitar que os mercados mais dispersos estão concentrando-se.

De outro lado, o crescente número de transações com derivativos (opções, termos, futuros) e o surgimento de investidores de alta frequência (*high frequency trading - HFT*), por exemplo, demonstram que comprar ações não mais significa querer ser sócio de uma atividade econômica, mas sim auferir lucro imediato a partir de milhares de transações em microssegundos. Assim, é possível que a propriedade reste totalmente desvinculada do poder de controle em determinadas situações.

Até mesmo no Brasil, cujo mercado tradicionalmente é marcado pela existência de blocos de controle majoritário, observa-se a tendência de diluição da propriedade acionária. O crescimento da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) verificado nos anos 2000 e o interesse das companhias em migrarem para os segmentos mais elevados no que concerne à governança corporativa são tidos como fatores fundamentais para essa diluição de capital.⁶ Todavia, a despeito de tal tendência, há elementos que corroboram a existência de grupos de controle bem delimitados nas sociedades abertas, principalmente devido à estrutura jurídica reguladora brasileira.

Fatos novos se colocam diante deste interessante fenômeno da dissociação entre a propriedade e o controle, a ponto de afirmarmos que o controle minoritário vem tornando-se cada vez mais relevante na estrutura de capital de nossas companhias abertas.

Diversas teorias tentaram explicar os motivos determinantes para a estrutura de capital das sociedades em cada país e em cada período da história. Questões políticas, jurídicas, financeiras e culturais foram levantadas nesta tarefa ingrata de justificar as razões de o padrão

⁴ BARUSCH, Ronald. At Facebook, Governance = Zuckerberg. **The Wall Street Journal**. New York: 01 de fevereiro de 2012. Disponível em <http://blogs.wsj.com/deals/2012/02/01/at-facebook-governance-zuckerberg/>. Acesso em 04 de maio de 2014. WATERS, Richard. Google founders look to cement control with novel share split. **Financial Times**. New York: 02 de abril de 2014. Disponível em <http://www.ft.com/cms/s/0/5ba9a078-b9f2-11e3-a3ef-00144feabdc0.html>. Acesso em 04 de maio de 2014.

⁵ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British business transformed**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 8.

⁶ GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. Chicago: **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 29, 2ª Ed., 2009. p. 439-554. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1689103>. Acesso em 16 de julho de 2013. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferências de Controle nos sistemas de Controle Concentrado e de capital Disperso: Eficiências e Ineficiências. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Cord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 256.

de “controle v. propriedade” variar de lugar para lugar, de tempos em tempos.⁷ Considerando sequer existir consenso a respeito da própria difusão de capital do mercado norte-americano, as respostas propostas por tais teorias não se mostraram totalmente conclusivas.⁸

Brian R. CHEFFINS, professor da Universidade de Cambridge, *UK*, demonstrou empiricamente que nenhuma das teorias justificou adequadamente a estrutura acionária das sociedades britânicas em toda sua história, refutando uma a uma. Diante desse quadro, ele propôs investigar a vontade individual do acionista, formulando três perguntas: “1) por que aqueles que detêm grandes blocos de ações desejariam vender sua posição ou diminuir sua participação? 2) Haverá demanda para ações disponíveis à venda? 3) Os novos investidores estarão inclinados a exercer eles mesmos o controle?”⁹ Ou seja, ao invés de se estudar a determinação do meio sobre o acionista, é o interesse e o incentivo de cada acionista, em determinando momento da história, que deve ser observado.

Portanto, o primeiro aspecto a ser ponderado é a intenção de cada acionista em aumentar ou em diminuir sua posição. O segundo, por sua vez, é a vontade em exercer o controle propriamente dito. Afinal, já em 1932, Adolf BERLE e Gardiner MEANS identificaram claramente que o elemento essencial para a dissociação entre controle e propriedade é o nível da capacidade humana de poucos em administrar a riqueza de muitos.¹⁰

Colocam-se, assim, em posição antagônica (i) os controladores, ao reduzir sua participação (daqui em diante referidos como “polo que vende”), e (ii) os não-controladores (“polo que compra”), ao aumentá-la, restando saber quem estará disposto e terá meios suficientes para exercer o controle.

Não fosse isso, atual estágio da economia brasileira exige do direito uma atuação segura quanto aos mecanismos de transferência acionária, de suas mais variadas modalidades. A questão

⁷ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**: British business transformed. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 6-7. LA PORTA, Rafael *et al.* Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**. Rochester: v. 58, n° 1-2, 2008. p. 3-27. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=183908>. Acesso em 16 de julho de 2013.

⁸ Clifford Holderness realiza estudo relatando que a difusão acionária nos EUA não é tão latente, demonstrando a existência de blocos de controle bem definidos naquele país. Em síntese, o autor conclui que (i) 96% das empresas americanas possuem um bloco de controle, sendo que, em média, os controladores detêm 39% das ações com direito a voto e (ii) o padrão de dispersão acionária é semelhante ao de outros países. HOLDERNESS, Clifford G. The Myth of Diffuse Ownership in the United States. **The Review of Financial Studies**. Cary: Vol. 22, Issue 4, abr./2009. p. 1377-1408, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1365685>. Acesso em 04 de maio de 2014.

⁹ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**: British business transformed. Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 8. Tradução livre do autor.

¹⁰ “So far as can be seen, every element which favored concentration still exists, and the only apparent factor which may end this tendency is the limit in the ability of a few human beings effectively to handle the aggregates of property brought under their control.” BERLE, Adolf A.; Means, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006, p.18.

da aquisição do controle não foge dessa conjuntura. Por exemplo, o volume de negociação em operações de “Fusões e Aquisições” em território nacional nos anos de 2011 e 2012 atingiu o valor de 142,8 bilhões e 122,3 bilhões de reais, respectivamente. Chama atenção o fato que 65,5% desse valor correspondem a operações entre empresas brasileiras e estrangeiras ou entre empresas estrangeiras (*cross-borders*).¹¹ Isso demonstra que as transferências de controle assumem relevância não apenas do ponto de vista jurídico mas também econômico.

Este trabalho objetiva aprofundar o estudo do controle minoritário por dois motivos.

O primeiro, em razão da característica própria desta modalidade de controle que outorga a uma minoria o poder de gerir o patrimônio da maioria. Como referiu CHAMPAUD: “*Le contrôle est le pouvoir effectif de direction des affaires sociales.*”¹² Assim, o artigo 116 da L.S.A. buscou identificar os sujeitos legitimados a exercer esse controle, estipulando três requisitos, cumulativos e interdependentes, para a identificação do acionista controlador: (i) a obtenção da maioria dos votos na assembleia-geral, com a eleição da maioria dos administradores; (ii) a predominância permanente sobre a assembleia-geral; e (iii) o uso efetivo do poder de controle. Controlador minoritário seria aquele que preenchesse os requisitos mesmo com participação inferior à metade das ações com direito a voto. A partir dessa qualificação do acionista controlador, pode-se observar a opção legislativa pela consideração do fenômeno do controle como situação de fato, e não de direito. Isto é, o acionista controlador assume a posição de controle enquanto ele o exerce, obtendo a maioria das deliberações na assembleia geral e elegendo a maioria dos administradores. A maior complexidade apresentada ao controle minoritário é que sua posição pode ser contestada por fatores alheios a sua vontade.¹³ Almeja-se entender adequadamente os fatores que levaram a estrutura de capital das companhias listadas na BM&FBovespa migrar para a formação de um bloco de controle minoritário. Circunstâncias como o absentismo dos acionistas, acordos de acionistas e técnicas societárias

¹¹ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS - AMBIMA. **Boletim de Fusões e Aquisições 2012**. Ano VIII , Nº 18, Ano de 2012, p. 1. Disponível em <http://portal.ambima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Pages/default.aspx>. Acesso em 20 de novembro de 2013.

¹² CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Sirey, 1962. p. 105.

¹³ Pela inexistência do controle minoritário, vide CARVALHOSA, Modesto. O desaparecimento do Controlador nas Companhias com Ações Dispersas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 516-521. Em sentido contrário, pode-se citar: COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 48; EIZIRIK., Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 180.; e MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Transferências de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

para a manutenção do controle devem ser estudados a fim de delimitar o conceito e as responsabilidades do acionista controlador na qualidade de titular do poder econômico. Assim, surge o problema: como alguém obtém o controle com participação minoritária das ações votantes? Como alguém o sustenta?

O segundo, em razão da dificuldade em endereçar o problema da transferência do controle minoritário. Uma vez constituído e exercido, o controle minoritário pode ser alienado. A lei das L.S.A. adotou, salvo em momentos específicos, o princípio do tratamento equitativo entre acionistas controladores e não controladores na questão da transferência de controle. Vale dizer, em regra e de modo geral, na maioria das circunstâncias o acionista adquirente do controle acionário é obrigado a, na forma do artigo 254-A da L.S.A., realizar uma oferta pública de aquisição (O.P.A.) aos acionistas não controladores por ocasião da aquisição do controle, de forma a compartilhar o valor das ações pago ao então acionista controlador. Todavia, a aplicabilidade do artigo 254-A da L.S.A. à hipótese de alienação de controle minoritário é controversa em muitos aspectos. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não apresentou uma solução definitiva a essa questão; a doutrina diverge substancialmente quanto à vinculação entre os artigos 116 e 254-A da L.S.A.; a redação do artigo 254-A, especialmente o de seu § 1º, não endereça de modo seguro e claro o ponto. Isso sem mencionar o verdadeiro problema em relação à alienação de ações vinculadas a acordos de acionistas dispendo sobre o exercício de controle. Assim, a questão da transferência do controle minoritário deve ser analisada à exaustão a fim de se contribuir para a formação de um mercado de capitais mais eficiente e equitativo, características básicas e indispensáveis a qualquer mercado que almeje ser reconhecido por sua importância e por seu volume de negociação. Ainda, os altos “prêmios de controle”¹⁴ e elevados “benefícios privados do controle”¹⁵ praticados no mercado de capitais brasileiro¹⁶ exigem uma resposta adequada do direito. Afinal, uma das principais funções do direito societário é “reduzir os custos contínuos da organização empresarial”¹⁷ por meio do

¹⁴ Prêmio de controle corresponde à diferença entre o preço de mercado da ação e o preço pago pela aquisição do controle. GORGA, Érica. Análise da eficiência das normas societárias: emissão de preferenciais e *tag along*. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 531.

¹⁵ Conforme Mariana Pargendler: “a expressão ‘benefícios privados de controle’ refere-se aos benefícios econômicos extraídos da companhia não compartilhados com os acionistas minoritários”. Para aprofundamento do tema, vide item 1.2.1.1. PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013. p.34.

¹⁶ GORGA, Érica. Análise da eficiência das normas societárias: emissão de preferenciais e *tag along*. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 531-532.

¹⁷ KRAAKMAN, Reinier *et al.* What is corporate law. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 2. ed. New York : Oxford University Press, 2009. p 2. p. 1-35

incentivo de coordenação entre os envolvidos e da redução dos custos derivados dos conflitos de interesse. Enfim, a alienação do controle minoritário enseja a deflagração da O.P.A. por alienação de controle? E quando há alienação de ações vinculadas a acordos de acionistas com participação minoritária? A mera discussão sobre o assunto, independentemente da posição adotada, contribuirá para que alcancemos uma maior segurança ao mercado e aos investidores, fortalecendo a economia como um todo.

A fim de endereçar os problemas propostos, buscando analisar as causas e propor soluções, dividiu-se o trabalho em duas partes: a primeira parte da dissertação investigará os principais aspectos que levaram à formação do controle minoritário e levam a sua estabilidade; a segunda parte investigará as questões atinentes à transferência do controle minoritário.

A primeira parte do trabalho (formação e estabilidade do controle minoritário) subdivide-se em dois: o item 1.1 analisa o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro até os dias atuais, concluindo pela posição relevante do controle minoritário na estrutura de controle das companhias listadas na BM&FBovespa, especialmente no Novo Mercado (item 1.1.1). Posteriormente, passaremos à análise do poder de controle minoritário sob o ponto de vista jurídico, partindo dos conceitos de poder de controle e das principais causas e consequências da dissociação entre propriedade e controle (item 1.1.2.), para depois investigarmos o conceito de acionista controlador minoritário previsto no direito brasileiro (item 1.1.3). Já o item 1.2. aborda o controle minoritário quanto a sua formação e a sua estabilidade a partir da troca de posições acionárias entre controladores e não controladores, levando em consideração os principais motivos que levam ao aumento e à diminuição da participação acionária (item 1.2.1.), bem como os fatos que corroboram a estabilidade de uma minoria controladora (item 1.2.2.).

A segunda parte do trabalho (transferência do controle minoritário) subdivide-se em três: no item 2.1., pesquisaram-se os dois principais modelos de transferência de controle, praticados na Europa (modelo do tratamento igualitário) e nos EUA (modelo da regra de mercado), demonstrando como a questão do controle minoritário é endereçada nessas duas jurisdições. No item 2.2., investigaram-se os principais aspectos jurídicos da alienação do controle minoritário no Brasil, concluindo pela aplicabilidade do artigo 254-A da L.S.A. em vista da intrínseca relação entre artigos 116 e 254-A, ambos da L.S.A. Por fim, no item 2.3., tratou-se especificamente da questão da aquisição originária do controle minoritário, bem como as especificidades do artigo 257 da L.S.A.

1. O FENÔMENO DO CONTROLE MINORITÁRIO

1.1. O CONTROLE MINORITÁRIO NO BRASIL

1.1.1. DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL: TENDÊNCIA AO CONTROLE MINORITÁRIO?

1.1.1.1. *Dos anos 1808 aos 1850*

Até a edição do Código Comercial brasileiro de 1850 (C. Com.), tanto na fase colonial quanto após a independência, o Brasil assistiu à criação de poucas sociedades anônimas. Por consequência, o mercado de capitais também não era significativo. Ao contrário dos países europeus que assistiram à criação de grandes companhias ferroviárias, no Brasil foram o primeiro Banco do Brasil e a Companhia de Seguros Boa-Fé as sociedades anônimas constituídas por Dom João VI.¹⁸ Há quem diga que a primeira companhia não tenha sido nenhuma dessas, mas sim uma sociedade cujo objeto era a fabricação de cartas de baralho.¹⁹ Ainda era necessária a aprovação governamental para sua constituição, a denominada licença administrativa, podendo ser dissolvida a sociedade, a qualquer tempo, pelo governo imperial.²⁰

Independente disso, o mercado de capitais no Brasil não começou muito agitado. Três anos após a emissão de 1200 ações pelo primeiro Banco do Brasil em 1808, somente 126 haviam sido subscritas. Apenas em 1817, após a concessão de altos dividendos e, inclusive, a de títulos honoríficos e condecorações a quem subscresse as ações, é que conseguiu-se subscrever todas as ações. Em 1828, foram emitidos os primeiros títulos do tesouro, negociados com deságio de 35% em relação ao valor de face, tal como segue fazendo o tesouro nacional. A Bolsa do Rio de Janeiro foi criada em 1820.²¹

1.1.1.2. *Dos anos 1850 aos 1940*

¹⁸ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil.** São Paulo: Saraiva, 2013. p. 55.

¹⁹ CARVALHO, Ney. A paixão que vem do berço. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 23.

²⁰ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 113.

²¹ BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. XIV-XV. Apenas ressalta-se que a Bolsa do Rio de Janeiro não foi a primeira do país, visto que em Salvador já existia desde 1917.

Dada a incerteza causada pela aplicação “caótica”²² da Lei da Boa Razão às matérias mercantis, desde 1809 começou-se a ventilar a hipótese da criação de um C. Com. que, após longas discussões no Congresso, acabou sendo promulgado em 1850. Um ano antes, uma lei das Sociedades Anônimas fora criada pelo Imperador em razão do “surto recente de constituições de bancos estaduais de emissão, que o governo imperial procurava tolher, impondo explicitamente a exigência de aprovação governamental prévia.”²³

Do artigo 295 ao 299, o C. Com. regulava as sociedades anônimas, prevendo, basicamente a autorização governamental para sua constituição, a publicidade do ato constitutivo, a divisão do capital em ações (ao portador e escriturais), a limitação de responsabilidade dos acionistas ao valor subscrito e a responsabilidade ilimitada dos diretores e dos administradores até a inscrição da sociedade no Registro de Comércio.

A presença do Estado ainda mostrava-se presente, a ponto de o Conselho de Estado, órgão responsável pela regulação do direito societário, interferir diretamente na governança corporativa das companhias. Exemplo disso é que, em 1860, foi reafirmada a necessidade de aprovação estatal para a constituição de sociedades anônimas e a circulação de títulos, tendo a Lei nº 1.083/1860 sido chamada de “Lei dos Entraves”.²⁴

Apenas em 1882, com a entrada em vigor Lei nº 3.150/1882, passou a ser admitida a constituição de sociedades por ações independentemente de aprovação governamental, regulamentando, de forma inovadora, as sociedades anônimas com regras específicas sobre a integralização do capital social, publicidade de atos societários, assembleias gerais, entre outras matérias.²⁵

²² PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário**: lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 63.

²³ A legislação brasileira à época, até o advento do C.Com. e do Código Civil de 1916, resumia-se à aplicação das Ordenações Reais, que, à época, eram as Filipinas, e a legislações extravagantes.²³ Merece destaque a Lei da Boa Razão, que, conforme Mariana PARGENDLER, “ordenava a aplicação, pelos Tribunais, das leis das outras ‘nações cristãs, iluminadas e polidas’, para a resolução de disputas comerciais na ausência de normas locais.”. Segue a Autora: “Sob o regime da ‘Lei da Boa Razão’, como se disse acima, os juízes brasileiros escolhiam, entre as leis de diferentes nações, como julgavam adequado. A França e a Inglaterra constituíam as fontes estrangeiras mais influentes, mas também eram aplicadas, por vezes, as leis da Espanha, de Portugal e de outros países europeus”. PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário**: lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. P. 58-68.

²⁴ BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. XVI.

²⁵ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 116. Para estudo detalhado da evolução do mercado de capitais no período compreendido entre 1882 e 1950, confira MUSACCHIO, Aldo. **Experiments in Financial Democracy Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882–1950**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. p.

A abolição da escravidão e o Encilhamento foram responsáveis por uma grande onda de otimismo no mercado brasileiro, com a liberalização de crédito fácil e com a emissão de moeda sem lastro. O Encilhamento não escapou sequer da observação de Machado de Assis, que, com sua reconhecida ironia, descreve, como ninguém, o clima que se fazia presente no Brasil nos últimos anos do Império e no início da República.²⁶ A Bolsa Livre de São Paulo seria criada nessa época, em 1890.

Esse período foi responsável por um forte crescimento do mercado de capitais, a ponto de o número de companhias listadas passarem de 6,4 por milhão de habitantes em 1890 a 12,4 em 1910.²⁷ Um grande número de pequenos investidores individuais, na carona do otimismo do mercado da época, adquiriram ações, muitas vezes de sociedades que não produziam nada; as ações eram vendidas, todavia, apenas impulsionadas pelo *boom* do período, o que contribuía à liquidez do mercado. Ao contrário do que se possa imaginar, a intervenção estatal existente era muitas vezes no sentido de proteção do acionista minoritário. Em pesquisa realizada por PARGENDLER e HANSMANN, predominava inclusive o sistema de votação regressiva nas companhias brasileiras do século XIX, de forma que, quanto maior o número de ações detidas, menor o número de votos proporcionalmente.²⁸ “Durante boa parte do século XIX, as sociedades anônimas no Brasil, de um modo geral, não apresentavam um controlador definido.”²⁹

Conforme afirma MUSACCHIO, até 1910, “os três maiores acionistas controlavam em média entre 46% e 53% das ações e dos votos”, demonstrando que a concentração de capital não era tão elevada, pois inclusive inferior ao verificado no mercado britânico, que girava em

²⁶ “Certo, não lhe esqueceste o nome, encilhamento, a grande quadra das empresas e companhias de toda espécie. Quem não viu aquilo não viu nada. [...] Eram estradas de ferro, bancos, fábricas, minas, estaleiros, navegação, edificação, exportação, importação, ensaques, empréstimos, todas as uniões, todas as regiões, tudo o que esses nomes comportam e mais o que esqueceram. Tudo andava nas ruas e praças, com estatutos, organizadores e listas. [...] Nasceram as ações a preço alto, mais numerosas que as antigas crias da escravidão, e com dividendos infinitos.” ASSIS, Machado de. **Esau e Jacó**. Porto Alegre : LPM, 2013. p. 120

²⁷ MUSACCHIO, Aldo. **Experiments in Financial Democracy Corporate Governance and Financial Development in Brazil**, 1882–1950. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. p. 41.

²⁸ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 73.

²⁹ PARGENDLER, Mariana. Cinco mitos sobre a história das sociedades anônimas no Brasil. KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 873. Aldo Musacchio cita exemplo da Antarctica Brewery, cujos três maiores acionistas detinham aproximadamente 58% do capital social. Todavia, pelas restrições ao direito de voto (sistema de votação regressivo), esses acionistas conjuntamente detinham apenas 12% dos votos. Ainda, refere o autor: “*The initial period of stock market development also coincided with what appears to have been a period of lower concentration of ownership and control (mainly before 1910), implying that most of the concentration of ownership and control rights that we find in Brazil today is a product of the twentieth century rather than a direct consequence of the country’s French civil law heritage.*” MUSACCHIO, Aldo. **Experiments in Financial Democracy Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882–1950**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. p. 116 e 126.

torno de 52% e 64%.³⁰ Exemplo citado é a da Empresa de Terras e Colonização, de cujas 50.000 ações ofertadas, 750 pessoas subscreveram-nas rapidamente, sendo que o mario acionista – o fundador – possuía 1,35% do capital.³¹

Após a bolha, a crise.³² O fim do Encilhamento conduziu o país a uma grave recessão, expondo negativamente as empresas brasileiras, muitas delas envolvidas em fraudes orquestradas tão somente para captar recursos no mercado de ações, sem a devida contraprestação, qual seja, o desenvolvimento de uma atividade econômica.³³ Isso comprometeu profundamente a confiança da população no mercado, favorecendo a concentração de capital nas mãos de grupos controladores definidos.

O governo provisório de Vargas, após a tentativa de modificação do C. Com., em 1932 e 1933 “aprovou” dois decretos sobre a sociedade por ações, o primeiro deles com forte impacto sobre a estrutura de controle do mercado: o Decreto nº 21.536/1932 vedou a adoção do voto plural (desincentivando a concentração acionária), mas autorizou a emissão de ações preferenciais (incentivando tal concentração); o Decreto nº 22.431/1933 regulou a emissão de Debêntures.

Como observou PARGENDLER, no mesmo ano que BERLE e MEANS publicavam seu famoso livro sobre dissociação do controle, no Brasil autorizava-se a emissão de ações sem direito a voto, incentivando a concentração de capital no mercado brasileiro. A crise de confiança do público no mercado de capitais e a emissão de ações preferenciais foram os ingredientes perfeitos para que o controle pudesse ser concentrado em grupos bem definidos. Não por outro motivo que, nesta época, fortaleceram-se as sociedades com controlador definido e de origem familiar.

A par disso, as ações estatizantes da Era Vargas iam de encontro com o desenvolvimento de um mercado de capitais democrático, pois a participação estatal era significativa e tomava espaço dos investidores individuais. Neste ponto, inclusive, houve a criação da previdência pública, com contribuição compulsória, o que levou ao fechamento da maioria das entidades privadas de previdência, as quais, até então, eram inúmeras. As negociações do mercado de

³⁰ MUSACCHIO, Aldo. **Experiments in Financial Democracy Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882–1950**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. p. 126. Deve-se frisar que havia sociedades controladas por grupos familiares também nessa época, merecendo destaque a família Matarazzo.

³¹ Para maiores detalhes sobre o período do Encilhamento, vide CARVALHO, Ney. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. São Paulo: BM&FBovespa, 2004. p. 86.

³² A respeito do papel da euforia no mercado para o surgimento de um boom econômico seguido de uma crise, recomenda-se consultar KINDLEBERGER, Charles P.; ALIBER, Robert. **Manias, Panics, and Crashes: a history of financial crises**. 5ª Ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2003.

³³ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 95.

valores mobiliários reduziram-se essencialmente a títulos públicos.³⁴ A existência de limites para investimento em valores mobiliários também era uma limitação à existência de ações sem controlador.³⁵

1.1.1.3. *Dos anos 1940 aos 1976*

A crescente industrialização brasileira no início dos anos 1930, muito mais baseada no sistema financeiro e na atividade estatal, e o progressivo deslocamento de uma sociedade rural para uma sociedade urbana mostraram a necessidade de aperfeiçoamento da legislação sobre a sociedade por ações, até então regulada pela legislação de 1881 e alterações pontuais supervenientes. Trajano de Miranda Valverde ficou responsável pela elaboração de um anteprojeto, que tinha o principal objetivo de fortalecer o sistema financeiro e de valores mobiliários.³⁶ O estudo de Trajano Valverde resultou no Decreto-Lei nº 2.627/1940 tinha claro objetivo de regular muito mais as sociedades anônimas fechadas do que as abertas, sem nenhuma alteração profunda.³⁷

Já no governo militar, a Lei do Mercado de Capitais, a ainda vigente Lei nº 4.728/1965, e a concessão de incentivos fiscais³⁸ (em que era possível abater do Imposto de Renda os valores investidos em ações) aos investidores foram essenciais para atrair o público ao mercado de ações. A alta inflação tornava desinteressante o investimento em títulos públicos, especialmente

³⁴ CARVALHO, Ney. A paixão que vem do berço. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 23. Em relação à concentração e propriedade nas mãos do Estado e de grupos familiares, vide MUSACCHIO, Aldo. **Experiments in Financial Democracy Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882–1950**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009. p. 236.

³⁵ BARROS, Benedicto Ferri de. Entusiasta, professor e papa. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 7-8.

³⁶ VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1937. p. 19-25

³⁷ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 120. Como afirma MUNHOZ, “a verdade, porém é que a Lei das S.A. de 1940 foi tímida ao lidar com a fragilidade do mercado de capitais brasileiro.” MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 43.

³⁸ Vale mencionar que a Lei Federal nº 4.506/1964 previa benefícios fiscais com a isenção do então existente imposto sobre os lucros distribuídos àquelas sociedades de capital aberto. No caso, o artigo 39 da referida lei objetivava incentivar a dispersão de capital, porquanto apenas isentaria as sociedades do pagamento daquele imposto se (i) 30% do capital da sociedade fosse distribuída por, no mínimo, 200 (duzentos) acionistas que não poderiam deter mais de 3% das ações ordinárias e (ii) a sociedade gradual e anualmente fosse diluindo a propriedade acionária em 1% e entre no mínimo de 20 (vinte) acionistas, durante 15 (quinze) anos.

porque não havia sido instituída a correção monetária, o que favoreceu ainda mais o mercado acionário.³⁹

O milagre econômico de 1970 favoreceu demasiadamente esse crescimento. Como era de se esperar, o movimento especulativo e a alta procura por ações acabou terminando em crise. A necessidade de um órgão governamental especializado (até então tal tarefa era atribuída ao Banco Central - BACEN) para controle e regulação do mercado fez com que crescesse o movimento de atualização legislativa.⁴⁰

Em 1971, o Instituto de Planejamento Econômico e Social determinou a realização de um anteprojeto para reforma da lei das sociedades por ações, cuja prioridade era a elaboração de um anteprojeto de novo Código Civil que já estava em fase mais adiantada e que englobaria as reformas das sociedades anônimas. Entretanto, em 1974, Henrique Simonsen, então Ministro da Fazenda e antigo consultor da Bovespa, e João Paulo dos Reis, Ministro do Planejamento, com autorização de Ernesto Geisel, entenderam por bem (e por sorte) regular em lei específica a sociedade anônima.⁴¹

José Luiz BULHÕES PEDREIRA e Alfredo LAMY FILHO foram designados para redação do Anteprojeto, bem como seriam os responsáveis pela lei sobre valores mobiliários que também criaria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que resultariam na Lei nº 6.404/1976 (L.S.A.) e na Lei nº 6.385/1976.

1.1.1.4. Dos anos 1976 aos 2001

Declaradamente, a L.S.A. tinha um principal objetivo: “criar um modelo de companhia adequado à organização e ao funcionamento da grande empresa privada, requerida pelo estágio atual da economia brasileira”. Para isso, seria necessário desenvolver o mercado primário de ações.⁴² A concentração de riqueza nas mãos do Estado acarreta a debilidade de a iniciativa privada desenvolver as “os projetos de grande escala” da economia.

³⁹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Duas leis e muita inovação. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 7-8.

⁴⁰ De forma exemplificativa, o volume de transação na Bolsa de São Paulo multiplicou 4,6 vezes entre 1970 e 1971. As ações das 85 ações mais negociadas na Bolsa do Rio de Janeiro subiram em média 230% apenas no primeiro semestre de 1971. Para informações mais detalhadas, vide LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 120-135.

⁴¹ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 139-141.

⁴² LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 147-148.

A utilização de financiamentos estatais via BNDE eram (e são) requisitos para que o empresário captasse recursos para grandes investimentos. A alternativa, mais compatível com a necessidade de redução do papel do Estado na economia, seria a difusão do mercado de valores mobiliários: “a alternativa é simples, clara, óbvia: ou conseguimos criar no País um mercado primário de ações, ou o processo de estatização da economia continuará a se acelerar de modo exponencial.”⁴³

Assim, a grande empresa nacional deveria vir acompanhada da difusão do mercado de ações. Esse objetivo, contudo, seria alcançado não com a emissão de ações com direito a voto, mas sim com a de ações preferenciais. Afinal, “a elite empresária, todavia, não estava disposta a emitir grandes quantidades de ações votantes no mercado, o que significaria o compartilhamento do controle.”⁴⁴ Isso vem bem demonstrado na proporção admitida na lei entre ações ordinárias e preferenciais no capital, de forma que estas poderiam representar a razão de 2/3 do capital social. Pouco mais de 16,5% do capital, nessa situação, representaria ao seu titular a condição de controlador majoritário. Estaria aqui a dissociação entre controle e propriedade no Brasil, bem diversa daquela existente nos EUA e no *UK*.

A explicação vem dos redatores do anteprojeto ao refutarem as críticas realizadas pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro ao Anteprojeto em razão do incentivo ao empresário de captar recursos apenas com a emissão de ações preferenciais, o que iria de encontro com a ideia de mercado democrático. LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA foram categóricos ao refutarem tal assertiva, argumentando que tal democracia acionária não passaria de um modelo de sociedade anônima utópica. “Uma assembleia geral [...] é uma reunião de ‘sacos de dinheiro que votam’, e não uma festa cívica”, refutando qualquer semelhança entre democracia acionária e democracia popular. A existência de dois tipos de acionistas, os empresários e os investidores, deveria ser representada na Lei.⁴⁵

Assim, as sociedades com capital concentrado, já predominantes no mercado, consolidaram-se a partir do incentivo de concentração de propriedade em poucos acionistas. A pulverização acionária, a par de ocorrer em circunstâncias excepcionais – não verificadas no Brasil –, não era desejada.

⁴³ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 151. Nesse aspecto, é interessante a posição contrária de CARVALHOSA, ao referir que a criação “oligopólios” como solução à crescente estatização da economia era equivocada, porquanto uma economia de livre mercado e pluralista não é formada por oligopólios. Para uma análise crítica à nova lei, vide CARVALHOSA, Modesto. **A Nova Lei das Sociedades Anônimas**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1977.

⁴⁴ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 24.

⁴⁵ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 193.

Dentre as principais inovações, podemos citar a regulação sobre o acordo de acionistas, abuso do poder de voto, dividendo obrigatório, grupos empresariais.⁴⁶

Outra norma relevante foi a Resolução 460 do Conselho Monetário Nacional, de 1978, a qual determinou que no mínimo 20% dos recursos das reservas técnicas de entidades de previdência privada fossem investidos em ações e em debêntures de emissão de companhias abertas ou em quotas de fundos de investimento, inaugurando a presença mandatória dos investidores institucionais no Brasil.

Estava consolidado, pelo menos no que tange à regulação, o mercado de capitais no Brasil. A nova L.S.A. e do Mercado de Capitais, com a criação da CVM, foram fundamentais à criação de um ambiente adequado ao investimento em valores mobiliários, tanto que se mantém até hoje.

Entretanto, a crise econômica por que passaria o Brasil na década de 1980 não ajudaria o recém-criado arcabouço normativo. A economia brasileira, e mundial, sofria devido ao segundo choque no preço do petróleo, em 1979, a modificação da política monetária dos EUA e aumento das taxas de juros,⁴⁷ os altos endividamento e inflação brasileiros impediram o desenvolvimento do mercado de capitais.

Quanto à estrutura de capital das sociedades, como afirmado acima, muito embora no século XIX havia companhias sem controlador definido, logo após a crise do encilhamento a situação modificou-se completamente. O advento da Era Vargas e a L.S.A. de 1940, consolidaram de vez a estrutura de capital concentrada.^{48 49}

A criação da Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&F) em 1986 marcou o surgimento de uma bolsa de futuros moderna, inspirada na *Chicago Mercantile Exchange*. Os contratos mais negociados eram os agrícolas e os de boi-gordo, inexistindo praticamente a negociação de valores futuros na sua fundação. Posteriormente, aumentaram as transações com

⁴⁶ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 139-178.

⁴⁷ EICHENGREEN, Barry. **Globalizing Capital:** a history of the international monetary system. 2ª Ed. Princeton: Princeton University Press, 2008. p. 143. Para maior aprofundamento a respeito da relação entre o endividamento nos países emergentes e a crise dos anos 1980, vide DOOLEY, Michael P. A Retrospective on the Debt Crisis. **National Bureau of Economic Research Working Paper**. Cambridge: nº 4963, dez./1694. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w4963>. Acesso em 06 de setembro de 2014.

⁴⁸ Vide nota 29.

⁴⁹ Em estudo na década de 1980, Ezirik concluiu que, em média, o acionista controlador possuía 69,8% das ações com direito a voto; o capital votante de 18,69% das sociedades o controle era exercido por mais de 90% das ações ordinárias; 15,13% das sociedades eram controladas por participação inferior a 50%; e 1,10% das sociedades eram controladas por participação inferior a 20%. EIZIRIK, Nelson. O mito do “controle gerencial” – alguns dados empíricos. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, nº 66, p. 103-106, abr./jun., 1987. p. 105.

derivativos, e a BM&F tornou-se líder na negociação futura na América Latina, incorporando a Bolsa Brasileira de Futuros, no Rio de Janeiro, em 1997.⁵⁰

O fim da ditadura militar e a redemocratização foram marcados, por um lado, pela abertura econômica do Brasil e, por outro, pela alta inflação e pela crise política do governo Collor. “Uma das principais características desse período foi o aumento de liquidez dos mercados financeiros e do fluxo de capital entre os países”, bem como o início do plano nacional de desestatização.⁵¹ Entretanto, os governos Itamar Franco e Fernando Herinque Cardoso, por meio de políticas econômicas de combate à inflação, diminuição da participação do Estado na economia, controle das despesas públicas, deveriam ter impactado positivamente o mercado de capitais, o que não ocorreu.⁵²

Entre os anos de 1990 e 2002, os governos brasileiro e estaduais arrecadaram US\$ 88,2 bilhões com as privatizações e transferiram US\$ 18 bilhões de dívidas ao setor privado, aproximadamente. A participação dos setores de energia elétrica (31%), de telecomunicações (31%), de Mineração (8%), de Siderurgia (8%) e de Petróleo e Gás (7%) foi a mais significativa no programa de desestatização dos governos compreendidos entre 1990 e 2002. Apenas no período entre 1997 e 1998, US\$ 65,2 bilhões foram arrecadados.⁵³

Assim, o Estado garantiu que os prêmios de controle fossem apropriados exclusivamente por si, sem compartilhá-los com os acionistas minoritários em vista da alteração legislativa de 1997 com supressão do direito de O.P.A na alienação do controle. Conforme PARGENDLER, os valores de tais prêmios foram substanciais, alcançando, no caso da Eletrobrás, 160% de sobrepreço em relação às ações preferenciais.⁵⁴ Alterações legislativas oportunistas acabaram por colocar em cheque a seriedade do mercado de capitais brasileiro,

⁵⁰ BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 121.

⁵¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 59. Vide ainda PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário**: lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 202. Ainda, é afirmado que foi no início dos anos 1990

⁵² A respeito das privatizações, sugere-se a leitura de PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio. Os Antecedentes Macroeconômicos e a Estrutura Institucional da Privatização no Brasil. In: **A Privatização no Brasil**: O Caso dos Serviços de Utilidade Pública. BNDE: fev./2000. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro/ec090_05.pdf. Acesso em 07 de setembro de 2014.

⁵³ BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Privatização no Brasil**: 1990-1994 e 1995-2002, última atualização em 26 de agosto de 2002. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/pnd/Private_Gov.PDF. Acesso em 07 de setembro de 2014.

⁵⁴ PARGENDLER, Mariana. State Ownership and Corporate Governance. *Fordham Law Review*. New York: v nº 80, nº 6, maio/2012. p. 2939. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1854452> Acesso em 08 de setembro de 2014. Sobre o reflexo das modificações legislativas sobre o prêmio de controle (ou o valor do voto), vide NENOVA, Tatiana. Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil. **EFMA 2002 London Meetings**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=294064>. Acesso em 05 de junho de 2013.

instigando a falta de confiança nos investidores minoritários, a ponto de ser verificada uma queda substancial nas negociações da Bovespa no período, com preferência maciça das empresas brasileiras em lançarem *American Depositary Receipts* (ADRs) na *New York Stock Exchange* (NYSE) em detrimento da Bovespa.⁵⁵

Diante desse fato, depois de realizadas as privatizações e apropriado o preço do controle exclusivamente pelo Estado mediante a venda dos blocos de controles a grandes grupos econômicos, o governo tratou de alterar a legislação societária, com a edição da Lei nº 10.303/2001. A promoção da defesa dos acionistas minoritários era indispensável para a credibilidade do mercado. Diante disso, diversos projetos-leis no Congresso Nacional objetivavam alterar a L.S.A. mais uma vez. Isso aumentou a confiança dos investidores, especialmente dos institucionais e dos estrangeiros. O retorno da O.P.A pela alienação do controle (mesmo que com compartilhamento parcial do prêmio do controle na proporção de 80% do preço pago ao controlador), a redução da razão entre ações ordinárias e preferenciais de dois terços para um meio, alterações nas regras de convocação das assembleias gerais, são exemplos das alterações promovidas.⁵⁶

Curiosa, no mínimo, a declaração do Deputado Antônio Kandir, ao afirmar em artigo na Folha de São Paulo em 2001, que “a melhor forma de fortalecer o mercado de capitais é dar proteção efetiva aos investidores, em especial aos minoritários.”⁵⁷ É que ele fora o autor do Projeto de Lei que propôs a revogação do artigo 254 da L.S.A.,⁵⁸ um dos principais instrumentos de proteção aos minoritários ora parcialmente reintroduzida pela alteração promovida pela Lei nº 10.303/2001, com a inclusão do artigo 254-A da L.S.A.

Inclusive, durante a tramitação do Projeto de Lei que resultaria na Lei nº 10.303/2001, muitos controladores temerosos em terem de repartir o valor do controle, acabaram por fechar o capital ou vender sua participação. O número de fechamento de capital antes da entrada em vigor da nova redação, mais benéfica aos minoritários, aumentou drasticamente no período.⁵⁹

Entretanto, desde 2000 os índices da Bovespa vinham mostrando-se insuficientes. “A Bovespa alcançou índices de negociação mais baixos do que o mínimo necessário para

⁵⁵ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário**: lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 213; SANTANA, Maria Helena. O Novo Mercado. In: **Focus 5: Novo Mercado and Its Followers**: Case Studies in Corporate Governance Reform. p. 8-9. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Focus5.pdf>. Acesso em 08 de setembro de 2014.

⁵⁶ CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 1-6.

⁵⁷ KANDIR, Antonio. Lei das S.A., uma conquista a comemorar. **Folha de São Paulo**. São Paulo: 21 de setembro de 2001. Disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/fz2109200110.htm>. Acesso em 08 de setembro de 2014.

⁵⁸ Vide notas 223 e 224 supra.

⁵⁹ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário**: lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 213. VALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 44.

sobreviver.”⁶⁰ Algo precisava ser feito. A dificuldade legislativa em promover proteção, transparência e segurança ao mercado e aos acionistas exigiu que a Bovespa o fizesse. A autorregulação foi o caminho encontrado.⁶¹

1.1.1.5. O Novo Mercado e a Nova Bolsa

A necessidade de a própria Bolsa de Valores assumir o protagonismo na tarefa de oferecer normas de direito societário que visassem ao “comportamento cooperativo entre acionistas”,⁶² é resultado da dificuldade de mecanismos externos em fazê-lo. Vale dizer, independentemente de qual estrutura de capital se verifica em determinada sociedade, é inútil fugir do problema do conflito de interesses. Nas sociedades com controlador definido, o conflito apresenta-se entre acionistas controladores e não controladores; nas sociedades sem controlador definido, a seu turno, mostra-se entre administradores e acionistas.

A busca pelo “comportamento cooperativo entre acionistas”, por meio da solução do problema de conflito de interesses, pode ser encarada a partir de dois planos: o externo, onde há a imposição de “regras éticas e jurídicas societárias” de fora para dentro da sociedade, incentivando os envolvidos a agirem em conserto (imposição de deveres fiduciários, p. ex.); e

⁶⁰ SALOMAO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 69. No mesmo sentido é a posição de PARGENDLER *et al*: “By the turn of the century, the prospects for Brazilian capital markets looked increasingly grim. Only eight companies had launched an IPO on the São Paulo Stock Exchange (*Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, later renamed BM&F Bovespa*) between 1995 and 2000.” GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU. Stanford Law and Economics Olin Working Paper. Palo Alto: n° 390, mar./2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1541226>. Acesso em 09 de setembro de 2014. Conformes dados enunciados pela antiga presidente da CVM, SANTANA e por GUIMARÃES, no mercado secundário o volume negociado na Bovespa entre 1997 e 2000, caiu de US\$15,9 bilhões para US\$8,5 bilhões; a quantidade de companhias caiu de 589 para 495 entre os anos de 1996 e de 2000; e apenas 9 (nove) ofertas públicas primárias ocorrerem entre os anos 1995 e 2003. SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; GUIMARÃES, Juliana Paiva. Mercado de Valores Mobiliários: Evolução Recente e Tendências. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: v. 41, jul./2008. p.56.

⁶¹ MUNHOZ, afirma que atribuir exclusivamente ao Novo Mercado a guinada ocorrida na Bovespa é equivocado. Salienta o autor que as condições econômicas da época, especialmente “(i) a abertura financeira e comercial do país, as privatizações, a estabilidade macroeconômica, o início de um novo ciclo de crescimento, a presença de um mercado financeiro internacional marcado pela liquidez de recursos e pelos fluxos de capital em um mercado global” e o Novo Mercado foram fatores indispensáveis ao crescimento da negociação da Bovespa. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 94-95.

Concordamos com a posição desse autor ao ponderar novos elementos, especialmente macroeconômicos, para mensuração do sucesso do mercado de capitais nesse período. Todavia, não se pode deixar de lembrar que, nessa mesma época, a bolha da *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ) em 2000, os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001, a crise argentina são fatores que também refletiram negativamente no mercado brasileiro. Isso, em certa medida, ressalta a importância do Novo Mercado, mesmo que não de forma exclusiva, ao crescimento experimentado à época.

⁶² SALOMAO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 60.

o interno, em que a estrutura interna da sociedade é desenhada com tal escopo (práticas de governança corporativa que aumentem os direitos dos minoritários no estatuto social, p. ex.).⁶³

Em festejado artigo publicado pelas mais reconhecidas universidades americanas, os professores Henry HANSMANN e Reinier KRAAKMAN pregaram “o fim do direito societário”. A despeito das mais variadas divergências dos institutos de governança corporativa existentes, os Autores concluem que há certa, e crescente, uniformidade no modo como o direito societário endereça os problemas a que se dispõe (ou a que fora disposto) a resolver: o interesse comum é a existência de um direito empresarial eficiente.⁶⁴ Nesse sentido caminhou a BM&FBovespa: segmentou o mercado em níveis de governança corporativa para que, a partir de instrumentos externos⁶⁵ e internos⁶⁶ para solucionar o conflito de interesse, fosse permitida, em grande medida, a criação de um ambiente eficiente.

⁶³ A respeito da busca pelo comportamento cooperativo entre acionistas e a solução do problema de conflito de interesses por meio de instrumentos internos e externos, consulte SALOMAO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 60-73.

⁶⁴ “*Shareholders, managers, workers, and voluntary creditors either have or are acquiring a powerful interest in efficient corporate law.*” HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law*. **Yale Law School Law and Economics Working Paper**. New Haven: n° 235, jan./2000. p. 32. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=204528>. Acesso em 09 de setembro de 2014.

⁶⁵ Os regulamentos dos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da BM&FBovespa preveem a aplicação de uma série de sanções não pecuniárias, como a divulgação da cotação em separado ou até mesmo a suspensão da negociação, de sanções pecuniárias, aos controladores e/ou aos administradores, bem como regras sobre a divulgação de informações e de *disclosure*.

⁶⁶ Como afirmado, o critério fundamental para segmentação dos mercados é o nível de governança corporativa, levanto a diversas listagens de sociedades da BM&FBovespa, assim divididos: Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais:

(a) No mercado tradicional, as sociedades devem observar tão somente a legislação e regulação societária e as regras básicas de negociação da Bolsa.

(b) No nível 1, o nível de governança basicamente limita-se a padrões mais elevados de transparência e divulgação de informação. Exemplos de padrões de governança nesse nível são a exigibilidade de (i) apresentação de um calendário anual de eventos corporativos até 10 de dezembro de cada ano, (ii) manutenção de ações em circulação com investidores minoritários (*free float*) em no mínimo de 25% e (iii) vedação de acumulação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração. Há possibilidade de emissão de ações preferenciais no mesmo limite previsto no artigo 15, § 2º, da L.S.A.

(c) No Nível 2, a par das regras do Nível 1, há exigências de mudanças estruturais nas companhias que optarem por serem listadas nesse segmento, como, por exemplo: (i) a realização de oferta pública de aquisição no caso de alienação do controle aos acionistas detentores de ações ordinárias e preferenciais no valor de 100%, (ii) vedação à limitação do número de votos de acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) das ações com direito a voto, (iii) vedação de *quorum* qualificado para a deliberação da assembleia geral de acionistas e de restringir o voto de acionistas no sentido de suprimir ou alterar cláusulas estatutárias, (iii) previsão de conselho de administração com no mínimo 5 (cinco) membros, sendo ao menos 20% independentes com mandato unificado de até 2 anos, (iv) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, (v) oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento e (vi) obrigação do conselho de administração posicionar-se a respeito de eventual oferta pública à companhia.

(d) No Novo Mercado, o grau de alteração na estrutura de governança corporativa societária é ainda mais elevado. Sem prejuízo das exigências acima, pode-se destacar (i) a vedação de emissão de ações preferenciais e (ii) a obrigação de realização de oferta pública de aquisição das ações dos acionistas minoritários em caso de alienação do controle pelo menos valor pago às ações do bloco de controle.

(e) Na Bovespa Mais, a intenção é introduzir as empresas que desejam, no futuro, lançar oferta pública primária no Mercado. Essa oferta pública deve ocorrer em até 07 (sete) ano do ingresso no Bovespa Mais, cujo principal objetivo é dar maior publicidade àqueles sociedades que desejam, no futuro, abrir capital. Apenas ações

Em 11 de dezembro de 2000, a Bovespa lançou regras de listagem das sociedades de acordo com seu nível de governança corporativa. Criaram-se, assim, o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado, sem prejuízo da manutenção do mercado tradicional. Recentemente, houve a criação de um novo segmento, o Bovespa Mais, para atrair sociedades menores para posterior lançamento de suas ações. A ideia essencial é que as sociedades, livremente, concordem em adotar níveis de governança, alterando seus estatutos para sujeitarem-se às normas da Bolsa, mais exigentes que a lei societária.⁶⁷ Os resultados, econômicos e jurídicos, têm-se mostrado surpreendentes. Entretanto, não podemos deixar de referir que, ao contrário do que acontece na *NYSE*, por exemplo, o processo de revisão das normas de listagem compete às empresas listadas, e não a Bolsa. No caso dos EUA, a *NYSE* tem plena liberdade de regulação sobre suas regras de listagens, limitando-se à autoridade da *SEC*. No Brasil, ao contrário, o poder de decisão cabe aos entes regulados.⁶⁸

A despeito de na fase inicial a adesão aos novos segmentos de listagem da Bovespa não tenham sido significativos (durante os seis primeiros meses apenas quinze empresas aderiram ao Nível 1, e, após um ano, apenas uma empresa aderiu ao Novo Mercado). Foi apenas a partir de 2005, com a melhora da economia global o número de adesão foi mais significativo.

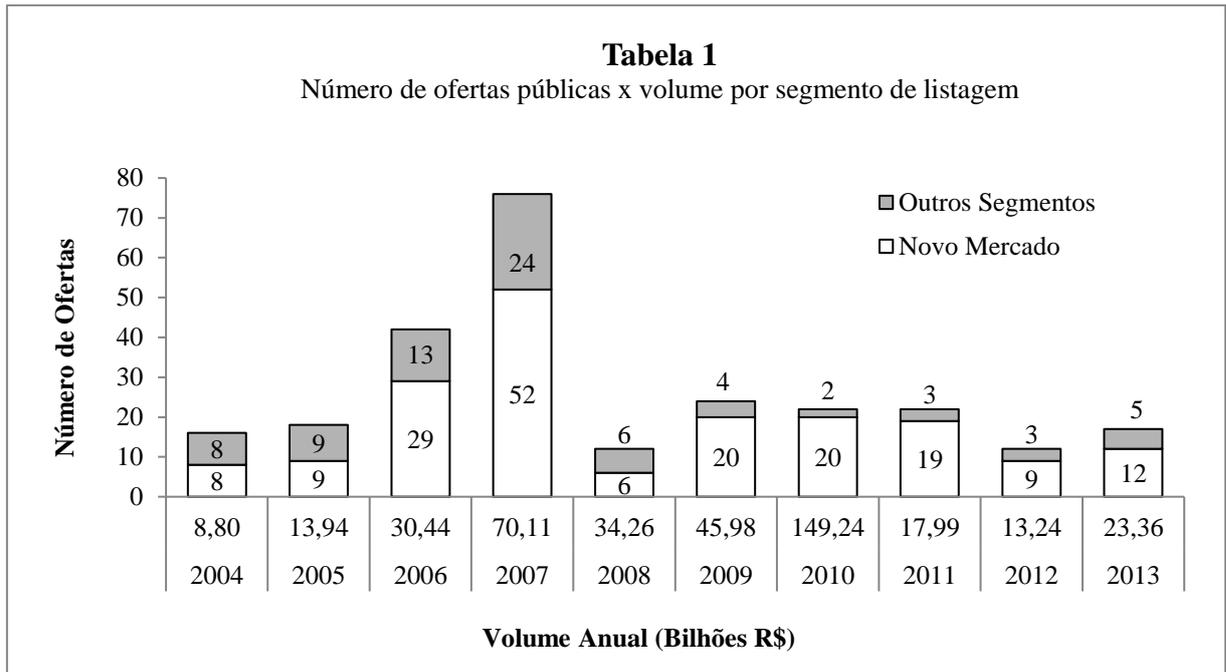
O gráfico abaixo demonstra, por segmento de listagem, a evolução do número de ofertas públicas, iniciais e subsequentes (*follow-on*), ocorridas na Bovespa/BM&FBovespa entre o período de 2004 e 2013, bem como o volume total (de encerramento) em bilhões de reais:

ordinárias são permitidas e, em caso de alienação do controle, o preço pago aos acionistas minoritários, mediante realização de oferta pública obrigatória, será de 100% daquele pago aos controladores.

Essas informações podem ser verificadas com mais detalhes nos regulamentos do Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais da BM&FBovespa: Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/solucoes-para-empresas.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 14 de setembro de 2014.

⁶⁷ Esse estabelecimento de padrões mínimos de governança corporativa não é novidade da BM&FBovespa, sendo adotadas em outras bolsas pelo mundo, principalmente pela *NYSE*. Como menciona Andreas Fleckner, as bolsas de valores têm 5 (cinco) principais funções: organizar o mercado, distribuir informações, regular o mercado, estabelecer padrões de governança e, também, desenvolver uma atividade econômica. Para mais detalhes, vide FLECKNER, Andreas M. Stock Exchanges at the Crossroads. **Harvard Law School**: John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows' Discussion Paper: Cambridge nº 6, out./2005. Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/fellows_papers/pdf/Fleckner_6.pdf. Acesso em 29 de julho de 2014.

⁶⁸ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 36.



Fonte: BM&FBovespa⁶⁹

Conclui-se que, muito embora o Novo Mercado tenha sido lançado no final dos anos 2000, apenas no ano de 2006 é que as sociedades optaram por, majoritariamente, captar recursos nesse segmento. Os anos de 2006 e 2007 destacaram-se em razão do número de ofertas, ao passo que os anos de 2007 e 2010 alcançaram um volume de negociação (de encerramento) nunca antes visto.⁷⁰

Não se poderia deixar de referir a recente desmutualização das duas principais bolsas de valores, que, posteriormente, vieram a integrar-se. A tendência mundial de transformação das bolsas de valores em atividades com fins lucrativos, exploradas por meio de sociedades anônimas abertas, chegou ao Brasil em 2007.

O processo de desmutualização é referido como a transformação das bolsas de valores de sociedades mútuas (sem fins lucrativos e fundadas e controladas pelos próprios agentes do

⁶⁹ Dados gerados pelo Autor com base nas informações disponibilizadas pela BM&FBovespa. **Ofertas Públicas e IPOs**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/ofertas-publicas/ofertas-publicas.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 17 de setembro de 2014.

⁷⁰ No ano de 2010, apenas a Oferta da Petrobras (no segmento de listagem tradicional) representou aproximadamente R\$120 bilhões, tida como a maior oferta (subsequente) de venda de ações até então. MILLARD, Peter. Petrobras Raises \$70 Billion in World's Largest Share Sale. **Bloomberg**, New York, 24 de setembro de 2010. <http://www.bloomberg.com/news/2010-09-24/petrobras-raises-70-billion-in-world-s-largest-share-sale-to-fund-fields.html>. Acesso em 14 de setembro de 2014.

As ofertas que mais movimentaram a BM&FBovespa em 2007 foram, justamente, a abertura de capital das até então Associações Bovespa e BM&F, fenômeno designado de desmutualização a seguir analisada.

mercado) para sociedades anônimas abertas com fins lucrativos cujas ações são negociadas no próprio mercado que a própria sociedade administra.⁷¹

O principal motivo para o surgimento desse “fenômeno” é a crescente competição entre as bolsas de valores, cada uma com o intuito de atrair o maior volume de negociações em todos os níveis de mercados (de ações, de derivativos, de balcão, etc.). Isso somente foi possível, e incentivado, essencialmente em vista do crescente desenvolvimento tecnológico. A evolução dos meios de comunicação permitiu, a par de uma maior facilidade de transferência de dados entre os mais variados mercados, o aumento na quantidade de negociações a um custo mais baixo. Entretanto, os altos investimentos necessários para desenvolvimento e implementação dos sistemas de negociação desafiavam as bolsas de valores. A solução encontrada a partir da necessidade de captação de recursos e da crescente concorrência entre as bolsas para atrair empresas nos mais diversos mercados foi a desmutualização, com a abertura de capital.⁷²

Ainda, outra consequência da competição entre as bolsas de valores, já desmutualizadas, foi a concentração de mercados. As fusões e aquisições entre as próprias bolsas ocorridas tanto em nível doméstico quanto em nível transacional permitiram a formação de grandes grupos com atuação nos mais diversos países, concorrentes entre si.⁷³

⁷¹ Nas palavras de FLECKNER: “*Traditionally, stock exchanges were organized as not-for-profit organizations, founded and owned by brokers and dealers, who managed “their” stock exchange like an exclusive club, with high barriers for new entrants and a regional or even national monopoly. Today, domestic and international competition increasingly compel stock exchanges to give up their exclusivity, undergo restructuring, and become publicly traded for-profit companies, a process referred to as demutualization.*” FLECKNER, Andreas M. Stock Exchanges at the Crossroads. **Harvard Law School**: John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows’ Discussion Paper: Cambridge nº 6, out./2005. Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/fellows_papers/pdf/Fleckner_6.pdf. Acesso em 29 de julho de 2014. p. 4.

⁷² FLECKNER, Andreas M. Stock Exchanges at the Crossroads. **Harvard Law School**: John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows’ Discussion Paper: Cambridge nº 6, out./2005. Disponível em: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/fellows_papers/pdf/Fleckner_6.pdf. Acesso em 29 de julho de 2014. p. 25.

⁷³ O crescimento das bolsas de valores e a competição entre elas levou a uma verdadeira onda de, após a desmutualização, fusões e aquisições entre elas. Isso acarretou a formação de grandes bolsas transacionais. Exemplos como a fusão entre a EURONEXT (formada a partir da consolidação das Bolsas de Paris, Amsterdam, Bruxelas, Portugal, entre outras) e a NYSE, ocorrida em 2006; a fusão entre a NASDAQ e a OMX (esta formada já pelas Bolsas da Finlândia, Islândia, Noruega, Suécia, entre outras) em 2007; LSE e Borsa italiana, em 2006. Para maiores detalhes sobre a evolução do mercado de capitais, sob a perspectiva da desmutualização e da formação de novos centros globais de negociação, vide KOHLI, Rasmeet. Exchange Consolidations: Experiences and Issues. **ICRA Bulletin: Money & Finance**. Gurgaon: abr./2012, p. 49-74. Disponível em <http://web.b.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=32510935-53ad-42cb-9a20-0c71d90b3d01%40sessionmgr198&vid=11&hid=123>. Acesso em 14 de setembro de 2014. e HORI, Caio Buonovento. **Reestruturação das Bolsas de Valores**: Desmutualização e outras mudanças. 2010. 116 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=11552. Acesso em 14 de setembro de 2014. AGGARWAL, Reena; DAHIYA, Sandeep. Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges. **Journal of Applied Corporate Finance**: A Morgan Stanley Publication. Rochester: v. 18, 3ª Ed., verão/2006. p. 96-106. SRINIVASAN, S.; PALANDE, Pravin. Battle of the Bourses. **Forbes India**,

A Bovespa Holding e a BM&F seguiram o mesmo caminho, unindo-se em 2008 para a formação da Nova Bolsa, a BM&FBovespa. A Bovespa era a responsável para negociação de ações e de derivativos de ações, e a BM&F operava as transações de futuros financeiros e commodities, câmbio à vista e títulos.

O crescimento do Novo Mercado e o aumento significativo nas ofertas primárias na Bovespa montaram o cenário perfeito para que a própria bolsa negociasse suas ações. A então Bovespa, associação formada por corretoras e demais instituições financeiras detentoras de títulos patrimoniais, transformou-se em sociedade por ações, passando a ser denominada BVSP, desmutualizando-se. Posteriormente, esses acionistas fariam oferta pública inicial de distribuição secundária ao mercado, iniciando a negociação na BVSP em 26 de outubro de 2007, de 250.492.283 ações ordinárias, ao preço de R\$23,00 cada, totalizando R\$5.761.322.509,00, tornando-se a Bovespa Holding S.A.⁷⁴

Já a BM&F, após o processo de desmutualização com a conversão de títulos patrimoniais em ações, no dia 20 de setembro de 2007, criando a BM&F S.A.. Imediatamente, em 28 de setembro do mesmo ano, pediu autorização à CVM para negociar suas ações na BVSP. Em 30.11.2007, começaram a ser negociadas as 260.160.736 ações ordinárias da BM&F na BVSP, no valor de R\$ 20,00 cada, alcançando o montante de R\$5.203.214.720,00.⁷⁵

Em 25 de março de 2008, a BM&F S.A. e a Bovespa Holding anunciam fato relevante, informando que os “Conselhos de Administração, em reuniões realizadas no dia 25 de março, decidiram propor aos respectivos acionistas uma integração das atividades das duas companhias, com formação de uma entidade provisoriamente denominada de Nova Bolsa”, denominada de “BM&F BOVESPA S.A. - BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS”, cujas ações são negociadas no Novo Mercado.⁷⁶

12 de maio de 2010. Disponível em <http://forbesindia.com/printcontent/12942?id=12942>. Acesso em 14 de setembro de 2014.

⁷⁴ BOVESPA HOLDING S.A. **Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Bovespa Holding S.A.** São Paulo, 24 de outubro de 2007. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/Bovespa-Prospecto-19112007.pdf>. Acesso em 15 de setembro de 2014. Ainda, sobre o sucesso do lançamento da oferta secundária, basta verificar a manchete da seguinte reportagem: Forte procura faz Bovespa elevar estimativa de preços de ações de sua emissão. **Valor online**, São Paulo, 23 de outubro de 2014. Disponível em: <http://www.valor.com.br/arquivo/559711/forte-procura-faz-bovespa-elevar-estimativa-de-precos-de-acoes-de-sua-emissao>. Acesso em 14 de setembro de 2014.

⁷⁵ BM&F S.A. **Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BM&F S.A.** São Paulo, 28 de novembro de 2007. Disponível em <http://www.itaubba.com.br/arquivos/portugues/pdf/prospectos/Oferta%20P%C3%BAblica%20Inicial%20de%20A%C3%A7%C3%B5es%20da%20BM&F%20S.A.%20-%20Prospecto%20Definitivo.pdf>. Acesso em 15 de setembro de 2014.

⁷⁶ BOVESPA HOLDING S.A.; BM&F S.A. Fato Relevante. São Paulo, 25 de março de 2008. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/647/015FatoRelevante20080325.pdf>. Acesso em 15 de setembro de 2014.

A estrutura de capital das companhias listadas na Bovespa e do mercado de capitais também sofreu alterações profundas. Diversos estudos, nos últimos anos, analisaram, de forma empírica, a posição acionária do acionista controlador nas companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa.

Conforme estudo elaborado com base em dados do período entre 1994 e 1995, Tagore Villarim de SIQUEIRA, conclui que, de um universo de 278 companhias abertas: em 21 (7,55%) o maior acionista detém menos de 20% das ações com direito a voto; em 69 (24,82%) o maior acionista detém entre 20% e 50% das ações com direito a voto; e em 188 (67,63%) o acionista controlador possui mais de 50% das ações com direito a voto.⁷⁷

ALDRIGHI e OLIVEIRA, analisando dados compreendidos entre os anos de 1997 e 2002, concluíram que, levando em consideração às companhias listadas, o maior acionista possuía: mais de 10% e 25% ou menos de ações com direito a voto em 6,8% das sociedades; mais de 25% e 50% ou menos em 15,7% das sociedades; mais de 50% e 75% ou menos em 25,9% das sociedades; mais de 75% e 90% ou menos em 19,7% das sociedades; e mais de 90% em 31,8% das sociedades. Em síntese, 22,7% das sociedades tinham um controlador com menos de 50% dos votos, e 77,3% com controlador com mais de 50% dos votos. Merece destaque a natureza do grupo controlador em 54,7% das sociedades era familiar, 18,4% estrangeiros e 7,5% governamental.⁷⁸

Uma série de outros estudos dedicaram-se a aprofundar a pesquisa na estrutura de capital das sociedades brasileiras listadas na Bovespa e na BM&FBovespa. Todas, até o início do Novo Mercado, foram unânimes ao corroborar a concentração do controle nas mãos de acionistas titulares de um bloco de controle bem definidos e, eminentemente, majoritário.⁷⁹ Como afirmado acima, o advento do Novo Mercado influenciou não só o progresso econômico do mercado de capitais mas também sua estrutura.

⁷⁷ SIQUEIRA, Tagore Villarim de. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**. Brasília: nº 10, dez./1998. Disponível em <http://www.radiosvizzeraclassica.ch/live/aacp.m3u>. Acesso em 17 de setembro de 2014. A classificação dos grupos de sociedade em de propriedade dispersa (maior acionista com menos de 20% das ações ordinárias), de propriedade dominante (maior acionista detém entre 20% e 50% das ações ordinárias) e de propriedade majoritária (maior acionista com mais de 50% das ações ordinárias) foi elaborado por THOMSEN, S., PEDERSEN, T. European ownership concentration: causes and consequences. **Institute of International Economics and Management/Copenhagen Business School**, 1997.

⁷⁸ ALDRIGHI, Dante Mendes; OLIVEIRA, Alessandro Vinícius Marques de. **The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance: Evidence from Brazil**, 2007. Disponível em: http://www.fea.usp.br/feaecon//media/livros/file_89. Acesso em 17 de setembro de 2014.

⁷⁹ A par das pesquisas mencionadas, na obra de Erik Frederico OIOLI há uma vasta fonte de pesquisas relativas à estrutura de capital das sociedades anônimas listadas na BM&FBovespa, de que se recomenda a leitura. A nosso entender, prescinde a sua inclusão neste trabalho dada a qualidade do material coletado em 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. p. 56-58 e 228.

Em estudo seminal, Érica GORGA demonstra que o padrão de propriedade acionária concentrado se alterou significativamente com a migração progressiva a níveis mais exigentes de governança. Nem poderia ser diferente. Objetivamente, a exigência de emissão exclusiva de ações ordinárias e de manutenção de um nível mínimo de ações ordinárias distribuídas no público (*free float*), por si só, já exigem uma maior diluição do capital. Já de forma subjetiva, a maior proteção aos acionistas minoritários,⁸⁰ como regras mais claras de transparência, informação e de tratamento equitativo também é tido como elemento crucial ao aumento de participação de pequenos acionistas.

Em pesquisa realizada em 2006 e 2007, GORGA⁸¹ evidenciou a dicotomia existente entre as listagens do Novo Mercado e as demais quanto à estrutura acionária. A partir da presunção de que: (i) há controlador definido quando um acionista (ou bloco de acionistas ligados por um acordo) detêm mais de 50% das ações ordinárias e (ii) não há controlador definido quando nenhum acionista (ou bloco de acionistas ligados por um acordo) detêm mais de 50% das ações com direito a voto.

A partir desses postulados, apurou-se que no Novo Mercado, em 65 companhias listadas (de um total de 92), o maior acionista possui em média 26,23% das ações ordinárias; os 3 maiores acionistas 47,28%; e os 5 maiores acionistas, 54,73%. No Nível 2, o maior acionista possui 64,79%. Registra-se que, em seis companhias listadas nesse segmento, o maior acionista possui 38,84%, demonstrando a existência, conquanto em menor número, de companhias com capital diluído também listadas neste nível. Já no Nível 1, a concentração de capital em um único acionista é ainda mais acentuada. Com efeito, em 71% das sociedades listadas nesse nível, o controlador que detém maior número de ações com direito a voto possui em média 76,07% dessas. Apenas 29,5% das sociedades cujas ações são negociadas no Nível 1 possuem um acionista com, em média, 32,31%. Por fim, a concentração mantém-se mais delineada ainda no mercado tradicional, em que o controlador possui, em média, 65,5% das ações com direito a voto.⁸²

⁸⁰ Analisar-se-á brevemente a influência da proteção dos acionistas minoritários como elemento explicação da estrutura de propriedade das companhias no item 1.1.2.3.2. Para informações, vide LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*. Rochester: v. 58, n° 1-2, 2008. p. 3-27. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=183908>. Acesso em 16 de julho de 2013.

⁸¹ GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**. Chicago: v. 29, 2ª Ed., 2009. p. 439-554. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1689103>. Acesso em 16 de julho de 2013.

⁸² GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of**

Portanto, a partir dos dados empíricos acima, abstrai-se que nos segmentos com maior grau de governança corporativa existe menor concentração de capital nas mãos de um único controlador (ou bloco de controle), a ponto de se falar em companhias sem acionista controlador. Isso não quer dizer, entretanto, que o modelo de estrutura de capital tenha-se alterado. Deve-se observar, especialmente no Novo Mercado, que os maiores acionistas estão exercendo o controle mesmo com participação inferior à metade das ações com direito a voto. O controle minoritário seria, justamente, o modelo intermediário do espectro de controle societário que, cada vez mais, no Brasil vem preponderando.

OIOLI analisou as 92 companhias listadas no Novo Mercado com base nas Informações Anuais do ano de 2008. Concluiu que a média das ações do acionista controlador é de 36,55%; a dos 3 maiores acionistas é 53,73%; e a dos 5 maiores acionistas é de 57,85%. 17,39% das sociedades declararam não possuir acionista controlador. Ainda, 49% das sociedades não possuem um controlador majoritário com mais de 50% das ações votantes. Destas sociedades, o maior acionista detém em média apenas 24,98% das ações; os 3 maiores acionistas detêm 42,56% das ações; os 5 maiores acionistas detêm 52,39% das ações.⁸³

Em estudo recente e direcionado apenas para sociedades listadas no Novo Mercado, à luz do controle minoritário, Camila MARTES pesquisou 129 companhias, qualificando-as quanto a sua estrutura de capital, com dados de 2013. Dessas, em 37 companhias apenas um acionista possui mais de 50% das ações (todas ordinárias por exigência do Novo Mercado). Das 92 outras sociedades, em 37 delas o maior acionista não se declarou controlador.⁸⁴ Avaliando a estrutura de controle a partir dos cinco maiores acionistas, do total de 129, 34 companhias (26,36%) declararam que todos os acionistas não eram classificados como controladores, com participação variando de 4,99% do capital até curiosos 77,57%.⁸⁵ Ainda, e este ponto é que merece destaque, do universo total de companhias, a autora identificou que: em 67 companhias (51,94%) os acionistas controladores em conjunto detinham mais de 50% do capital; em 28

International Law & Business. Chicago: v. 29, 2ª Ed., 2009. p. 439-554. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1689103>. Acesso em 16 de julho de 2013.

⁸³ 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. p. 61-62 e 229.

⁸⁴ MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhia listadas no Novo Mercado.** 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

⁸⁵ Podemos citar alguns exemplos mencionados pela Autora: BR Malls Participações S.A. (4,99%); Gafisa S.A. (11,1%); Anhanguera Educacional Participações S.A. (20,84%); BM&FBovespa S.A. (22,16%); Embraer S.A. (29,71%); Lojas Renner S.A. (32,3%); BRF S.A. (40,32%); Lupatech S.A. (77,57%). MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhia listadas no Novo Mercado.** 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 57-58.

sociedades os acionistas eram considerados controladores com menos de metade das ações – controle minoritário – (21,71%); e em 34 (26,36%) não havia controle definido.⁸⁶

Conclui-se, amparando-se nas pesquisas de GORGA, OIOLI e MARTES, que há forte tendência de dispersão de capital no mercado de ações brasileiro. O Novo Mercado seria o grande responsável por catalisar esse fenômeno. Entretanto, isso não significa que estejamos diante do controle gerencial da moderna sociedade anônima de BERLE e MEANS. Os dados obtidos por MARTES dão conta que a dispersão atingiu praticamente metade das companhias listadas no Novo Mercado, sendo que dessas a modalidade de controle gerencial ultrapassa inclusive as de controle minoritário (34 contra 28).⁸⁷

1.1.2. PODER DE CONTROLE

Poder, no singular, nada mais é do que “a capacidade ou a possibilidade de pessoas decidirem ou influírem sobre outras pessoas.”⁸⁸ Norberto BOBBIO afirma que o poder pode ser visto como (i) um bem que se usa para alcançar um objetivo (teoria substancialista); (ii) “a capacidade do sujeito de obter certos efeitos”, tal como o “fogo tem o poder de fundir os metais”⁸⁹ (teoria subjetivista); e (iii) “uma relação entre dois sujeitos, dos quais o primeiro obtém do segundo um comportamento que este não teria” (teoria relacionista).⁹⁰

Poderes, no plural, possuem três significados que, adaptando-se da teoria do Direito Constitucional ao Direito Societário, podem ser analisados do ponto de vista: (i) *funcional-*

⁸⁶ MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhia listadas no Novo Mercado**. 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 62-63.

⁸⁷ 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. p. 62.

⁸⁸ SOUZA JUNIOR, Cezar Saldanha. **O Tribunal Constitucional como Poder: uma nova teoria da divisão dos poderes**. São Paulo: Memória Jurídica, 2002. p. 15.

⁸⁹ Tradução livre de BOBBIO, Norberto. **Stato, governo, società: Per una teoria generale della politica**. Torino: Giulio Einaudi editore, 1985. p. 67.

⁹⁰ “Nella filosofia politica il problema del potere è stato presentato sotto tre aspetti, in base ai quali si possono distinguere tre teorie fondamentali del potere, sostanzialistica, soggettivistica e relazionale. Para a teoria substancialista, “il potere viene concepito come una cosa che si possiede e si usa come un qualsiasi altro bene. Tipica interpretazione sostanzialistica del potere è quella di Hobbes secondo cui ‘il potere di un uomo...sono i mezzi che ha al presente per ottenere qualche apparente bene futuro’.” [...] A teoria subjetivista “è quella esposta da Locke [...]. Il quale per ‘potere’ intende non la cosa che serve a raggiungere lo scopo ma la capacità del soggetto di ottenere certi effetti, per cui si dice che «il fuoco ha il potere di fondere i metalli» allo stesso modo il sovrano ha il potere di fare le leggi e facendo le legge di influire sulla condotta dei suoi sudditi. [...] Para a teoria relacional, “il potere è una relazione tra due soggetti in cui il primo ottiene dal secondo un comportamento che questi altrimenti non avrebbe compiuto. Robert Dahl (1963): “l’influenza è una relazione tra attori nella quale un attore induce gli altri attori ad agire in modo in cui altrimenti non agirebbero”. Questa teoria mette in evidenza come il concetto di potere sia strettamente connesso a quello di libertà: il potere di A implica la non libertà di B.” BOBBIO, Norberto. **Stato, governo, società: Per una teoria generale della politica**. Torino: Giulio Einaudi editore, 1985. p. 67-68.

material, para nomear abstratamente as atividades desenvolvidas por órgãos ou pessoas; (ii) *funcional-formal*, como a delimitação de competências ou de atribuições; (iii) *orgânico*, como órgãos institucionalizados dotados de competências próprias.^{91 92}

Ainda, interessante a diferenciação entre poder e direito subjetivo trazida por CARNELUTTI. O poder é a prerrogativa e o dever de tutelar interesses alheios, ao passo que o direito subjetivo é a prerrogativa e a faculdade de tutelar os próprios interesses.⁹³ Portanto, a diferença fundamental seria o destinatário dos interesses tutelados.

Neste estudo, importa-nos a noção de Poder no singular, em todas as suas facetas.

COMPARATO, já no prólogo da sua magistral obra “O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, coloca o problema do poder a partir da dicotomia “poder” (*potestas*) e “influência dominante” (*auctoritas*). A coerção e a sanção, presentes no primeiro e ausentes no segundo,

⁹¹ SOUZA JUNIOR, Cezar Saldanha. **O Tribunal Constitucional como Poder**: uma nova teoria da divisão dos poderes. São Paulo: Memória Jurídica, 2002. p. 15. Muito embora a definição de poder apresentado por SOUZA JUNIOR tenha se dado no campo do Direito Constitucional, é plausível, com a cautela que a transposição de teorias exige, aplicar as definições de “Poderes” à estrutura interna organicista de uma Sociedade Anônima. A comparação entre a estrutura da sociedade anônima e a do Estado não é novidade, a ponto de GARRIGUES afirmar que as grandes sociedades são uma “democracia com governo popular, porque a assembleia não só elege seus representantes na administração, as também exerce constantemente o poder soberano sobre a corporação. [...] Dessa forma, ficava organizada a sociedade anônima de acordo com o seguinte esquema: um órgão deliberativo (a assembleia geral); [...] um órgão executivo (o Conselho de Administração).” GARRIGUES, Joaquim. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Tradução: Norberto Caruso Mac-Donald. Porto Alegre: Sergio Fabris Editora, 1982. p. 22 e 38. Assim, traçando um paralelo entre as definições de poderes elaboradas por SOUZA JUNIOR, exemplificamos a noção de poderes da sociedade anônima da seguinte forma: (i) *funcional-material*, como as atividades da Assembleia Geral de manifestar a vontade geral dos acionistas, do Conselho de Administração em declarar a vontade dos acionistas, da Diretoria em transmitir essa vontade; (ii) *funcional-formal*, como a competência do Conselho de Administração em eleger e em destituir a diretoria, como a da Assembleia Geral em eleger os membros do Conselho de Administração; (iii) *orgânico*, como a Assembleia Geral (órgão deliberativo), a Diretoria e Conselho de Administração (órgão executivo), o Conselho Fiscal (órgão fiscalizador). Confirma, ainda, COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 16-21. “Raciocinar sobre o direito societário de forma analógica ao direito constitucional não só é útil do ponto de vista didático, como também muito importante do ponto de vista aplicativo. A sociedade anônima é uma instituição, como o Estado, que envolve vários interesses. Como tal, deve ter estrutura interna capaz de considerar esses interesses e compô-los, chegando de forma equilibrada à definição do interesse social.” SALOMAO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p.85. No mesmo sentido JAEGER, Pier Giusto. **Appunti di diritto commerciale**. 3.ed. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1994. p. 331.

⁹² Nesse aspecto, GUERREIRO ensina que o principal aspecto da racionalização do poder na sociedade anônima é a organização de competências: “O acionista controlador elege a maioria dos administradores da companhia (art. 116, “a”) e usa efetivamente o poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (art. 116, “b”); o Conselho de Administração, quando existe, tem, entre outras funções, a de fixar a orientação geral dos negócios da companhia, bem como a de eleger e destituir seus diretores e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto (art. 141, I e II); a representação da companhia é privativa dos diretores (art. 138, § 1.º).” GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, nº 77, jan.-mar./1999, p. 52.

⁹³ CARNELUTTI, Francesco. **Teoria Geral do Direito**. Tradução: A. Rodrigues Queiró e Artur Anselmo de Castro. Rio de Janeiro: Âmbito Cultural, 2006. p. 259 e 263. Ainda, FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Alteração do Controle Direto e Indireto de Companhia. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, 269.

seriam o fator determinante para a dominação de alguém sobre outrem ou sobre algo. Todavia, enquanto a força permanece no mundo dos fatos, o poder adentra no mundo do direito, visto não existir, em nossa sociedade, um poder ilimitado.⁹⁴ Isso porque um poder dependente exclusivamente da força pode não ser estável ou pode ser considerado ilegítimo pelos sujeitos passivos, fazendo cair por terra a juridicidade do poder.⁹⁵

A metáfora de que o estudo do poder nas ciências humanas equivale ao da energia na física⁹⁶ tem especial relevância ao direito empresarial. O estudo do poder de controle irradia seus efeitos à essência daquilo que o direito societário se dispõe a cumprir. Seus reflexos na estrutura interna de qualquer companhia, nas responsabilidades do administrador e do controlador, nos direitos dos acionistas não controladores, no preço das ações e no mercado de um modo geral exigem uma abordagem racional e formalista, almejando exclusivamente a previsibilidade e a segurança jurídica.⁹⁷

Por isso, antes de adentrarmos no conceito legal, analisaremos o poder de controle societário sob o aspecto da dominação e da legitimidade como fundamento do poder jurídico do titular do poder de controle.

1.1.2.1. *Poder como forma de dominação*

A dominação representa “a probabilidade de determinados comandos específicos (ou de todos os comandos) serem obedecidos por certo grupo de pessoas”.⁹⁸ A ocorrência da dominação, entretanto, depende de um elemento: a existência de legitimidade do dominante. Isto é, quais seriam os motivos pelos quais “A” sujeita-se ao comando de “B”. Segundo WEBER, há três tipos de dominação legítima: a racional ou a legal, a tradicional e a carismática.⁹⁹

A dominação legal funda sua legitimidade em um sujeito ativo impessoal. Por meio de uma estrutura burocrática e hierarquizada, ocupa o topo da cadeia o sujeito que, conquanto

⁹⁴ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 3 e 17-18. Sobre a diferenciação medieval entre *potestas* e *auctoritas* com sua aplicação romana, vide FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. **Introdução aos Estudo do Direito: Técnica, Decisão e Dominação**. 4ª Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2003. p. 63.

⁹⁵ BOBBIO, Norberto. **Stato, governo, società**: Per una teoria generale della politica. Torino: Giulio Einaudi editore, 1985. p. 77.

⁹⁶ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 1.

⁹⁷ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, nº 53, jan.-mar./1984, p. 71.

⁹⁸ WEBER, Max. **Economy and Society**. Berkeley: University of California Press, 1978. V. 2. p. 212.

⁹⁹ WEBER, Max. **Economy and Society**. Berkeley: University of California Press, 1978. V. 2. p. 212.

exerça a dominação, esta está limitado por uma esfera de competência. A dominação tradicional e a carismática, a seu turno, tornam-se legítimas não pela existência de uma estrutura burocrática, mas sim (i) pela dominação habitual exercida com base na memória do dominado ou na autoridade tradicional do dominador e (ii) pela personalidade e pela liderança, respectivamente.¹⁰⁰

Na grande sociedade anônima aberta, administrada de forma profissional e com todo um aparato administrativo apoiando a organização interna dos órgãos administrativos, o modelo sociológico da dominação exercida é a legal burocrática, especialmente naquelas com controle gerencial. Isso não quer dizer que outras formas de dominação, como a tradicional, não possa ser verificada em alguma sociedade. O certo é que, quanto maior a companhia e quanto mais profissional sua administração, a dominação burocrática racional prevalece.¹⁰¹

1.1.2.2. *Poder de Controle Societário*

A utilização americana e francesa do termo *control*, significando “não só vigilância, verificação, fiscalização, como ato ou poder de dominar, regular, guiar ou restringir” foi determinante para que utilizemos o vocábulo “controle” como sinônimo de poder de dominação.¹⁰²

A noção introdutória do conceito de poder é, pois, indispensável, à adequada compreensão do conceito societário de controle. Isso porque é absolutamente coerente a aplicação da teoria de poder, desenvolvido no campo da Teoria do Estado, ao campo do direito societário: “o modelo legal da sociedade por ações revelou-se, em suas metamorfoses,

¹⁰⁰ WEBER, Max. **Economy and Society**. Berkeley: University of California Press, 1978. V. 2. p. 217-220.

¹⁰¹ Embora a sociedade com controle gerencial se concretize na perfeita dominação legal weberiana, a modalidade de controle interno não é o fator determinante para sua verificação. A estrutura burocrática, hierarquizada e profissional, ao revés, é que dá os moldes da legitimidade do controlador, e não sua participação societária. Alexandre GUERREIRO exemplifica a existência da dominação patriarcal naquelas sociedades familiares cujo controlador é o membro da família. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, nº 53, jan.-mar./1984, p. 71-77. No mesmo sentido, é a posição do COMPARATO: “a justificativa do poder burocrático (nem sempre cumprida) assenta-se em três características fundamentais: a racionalidade a objetividade e a legitimidade teleológica. Tudo isto conduz, independentemente de qualquer juízo de valor sobre o fenômeno, a uma despersonalização do poder, que passa a ligar-se, corporativamente, ao estamento burocrático. [...] a dominação burocrática adapta-se perfeitamente à estrutura de funcionamento de uma sociedade anônima, quer pela possibilidade de acolhimento de número ilimitado de sócios [...], quer pela característica de governo estatutário, quer pela possibilidade de organização do poder de forma institucional [...]” COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 4.

¹⁰² COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 16.

francamente tributário desses diferentes concepções políticas, ligadas à evolução do conceito de soberania.”¹⁰³

A diferenciação clássica entre poder de controle interno e externo desenvolvida por COMPARATO leva em consideração a existência do voto como meio de exercer a dominação: se a dominação se der não necessariamente por meio do voto e voltada para fora da sociedade, estaríamos diante do controle externo. Se a dominação se der por meio do voto, voltado para dentro da estrutura societária e de seus órgãos, especialmente a assembleia geral, estamos diante do controle interno.¹⁰⁴ Aqui, importa-nos a análise do controle interno.

O poder de controle societário como aquele poder destinado à organização interna da sociedade por ações não nos deixa dúvida: a assembleia geral, como expressão soberana da vontade dos acionistas por meio do voto, é o núcleo central do poder. A partir do órgão assemblear, cujos poderes (no plural) são eleger os membros do conselho de administração, é que surge a divisão entre maioria e minoria.

Não por outro motivo que o artigo 116 da L.S.A., alínea “a”, exige para a caracterização do acionista controlador, a par de outros requisitos que serão vistos a seguir, a obtenção da maioria de votos na assembleia geral e a possibilidade de eleger a maioria dos membros do conselho de administração. Vale dizer: as deliberações da assembleia geral, tomadas em regra por maioria, são essenciais à formação do poder de controle interno. “A assembleia funciona sob o regime democrático da maioria”,¹⁰⁵ sendo, pois, órgão essencial à formação da vontade coletiva e do poder político por um acionista para influenciar os demais órgãos da sociedade – o poder de controle. O voto não é direito essencial do acionista, mas sim essencial ao atingimento do interesse social, como refere o artigo 115 da L.S.A.¹⁰⁶ Daí porque ele é

¹⁰³ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 21-22. Essa analogia também é feita por BERLE e MEANS: “*like sovereignty, its counterpart in the political field, it is na elusive concept, for power can rarely be sharply segregated or clearly defined.*” BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006. p. 66.

¹⁰⁴ O controle externo é referido como uma influência dominante (aquela no campo da auctoritas e carente de sanção jurídica) sobre outra empresa devido a fatores de dependência existente entre duas ou mais sociedades. O endividamento de uma sociedade, a posição de dependência econômica, tecnológica ou de conhecimento são exemplos das circunstâncias que podem levar uma sociedade a “dominar” a outra mesmo que inexista participação societária propriamente dita entre elas. A leitura dos Capítulos II e III, 1ª Parte, da obra de COMPARATO é obrigatória para o aprofundamento das modalidades de controle externo e interno, cujas diferenças, por escapar do escopo do presente estudo, não serão abordadas com maior verticalidade. Confirma COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

¹⁰⁵ GARRIGUES, Joaquim. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Tradução: Norberto Caruso Mac-Donald. Porto Alegre: Sergio Fabris Editora, 1982. p. 22.

¹⁰⁶ “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.” Tal disposição não vem prevista expressamente no Código Civil no que se refere as outras

intimamente ligado às ações que confirmam tal direito, e não a seu titular. Justamente em vista disso o quórum leva em conta a quantidade de ações ordinárias, e não a quantidade de acionistas. É nesse ponto que as semelhanças entre Estado e Sociedade Anônima se encerram. Até porque os administradores, nomeados pelo acionista controlador, não exercem o poder no interesse exclusivo dos acionistas, mas no da companhia, ao contrário do que se deve verificar no Estado, em que o poder deve ser exercido no interesse dos cidadãos, e não do próprio Estado.¹⁰⁷

A posição de conflito de interesses entre controlador e demais acionistas, bem como a teoria do interesse social assume especial relevância no cenário do poder de controle.¹⁰⁸ De forma sintética, os administradores escolhidos pelo acionista controlador devem administrar a sociedade em função do interesse desta, e não no interesse dos acionistas e do controlador, como predispõe o artigo 154 da L.S.A.¹⁰⁹ Portanto, do ponto de vista formal, a dominação não determinaria a conduta dos administradores, pois eles estariam vinculados ao interesse da sociedade. Noutra sentida, um dos poderes (ora empregado no sentido funcional-formal) da assembleia geral é eleger e destituir, a qualquer tempo (artigo 140 da L.S.A.¹¹⁰), os administradores, o que, sem dúvida, coloca-os sob posição de “dominação” aos acionistas, especialmente ao controlador.¹¹¹ Por esse motivo GUERREIRO afirma que:

sociedades que não a por ações. Entretanto, naquelas o voto é direito essencial de sócio. Confira ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 43-44.

¹⁰⁷ Em relação ao termo democracia acionária, sua adoção não é unânime na doutrina. FAIRFAX sintetiza a posição daqueles contrários à utilização do termo “democracia” às companhias: “*In their view, the Corporation is not a form of participatory democracy. Instead, the Corporation is designed to ensure that shareholders have limited opportunities to participate in the Corporation, while directors have broad discretion to engage in actions that they believe to be in the best interests of the corporation. Moreover, the corporation is not a form of representative democracy. That is, directors’ and officers’ actions are not intended to exclusively represent the interests of shareholders.*” FAIRFAX, Lisa M. **Shareholder Democracy: a primer on shareholder activism and participation**. Durham: Carolina Academic Press, 2011. p. 37.

¹⁰⁸ O presente estudo, dedicado exclusivamente ao poder de controle, não comportaria estudar, com qualidade, as teorias do interesse social, motivo pelo qual remetemos o leitor a consulta de: SALOMAO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002. JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale**. Milano: Giuffrè, 1972.

¹⁰⁹ “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.”

¹¹⁰ “Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer:”

¹¹¹ Exemplo da “dominação” do controlador sobre a diretoria e sobre o conselho de administração é a disposição do artigo 118, §§ 8º e 9º, da L.S.A. sobre a vinculação dos administradores indicados pelo acordo de voto: “§8º - O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado;

§ 9º - O não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissor e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.”

é fácil perceber que, do ângulo sociológico, o poder de controle se projeta para além do foro assemblear, impondo-se sobre a administração como uma força coativa de caráter permanente, condicionando a gestão dos administradores-eleitos.¹¹²

O princípio majoritário apresenta-se como o meio possível de conciliar interesses individuais conflitantes, tal como em um sistema democrático. A formação da maioria e da minoria é consequência da formação de uma sociedade pluripessoal, em oposição às sociedades unipessoais¹¹³ e igualitárias de duas pessoas, em que impera a unanimidade.¹¹⁴ A possibilidade de associação entre mais de duas partes com um objetivo comum,¹¹⁵ característica essencial da ideia de sociedade, exige do sistema jurídico (ou político) a instrumentalização das normas de organização da sociedade em suas relações internas e externas.

A formação da vontade coletiva em regra é organizada a partir dos sistemas de votação contrapostos: o que exige um resultado majoritário de votos e o que exige a totalidade de votos. A exigência de unanimidade encontra-se muito mais presente nas sociedades de pessoas, pois é presumida maior afinidade entre os sócios a ponto de se exigir tamanha sintonia entre suas vontades. Já em relação às sociedades de capitais, desenhadas para comportarem uma maior quantidade de sócios, é o princípio majoritário que prepondera. É que, muito embora no princípio totalitário o voto tenha peso igual para todos – independente da participação de cada um –, o sistema majoritário permite mais facilmente a formação da vontade social, evitando que todos se sujeitem ao arbítrio de um só. A sujeição da minoria à deliberação da maioria justifica-se por meio da ficção jurídica de que os votos depositados em assembleia, ao serem

A mitigação do poder do controlador sobre a administração, todavia, vem disposta no artigo 116, parágrafo único, da L.S.A., ao afirmar que o “acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

¹¹² GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, Ano XXIII, nº 53, jan.-mar./1984, p. 76.

¹¹³ Em relação à sociedade unipessoal, confira SALOMÃO FILHO, Calixto. A sociedade unipessoal. São Paulo: Malheiros Editores, 1995. SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. Sociedade Unipessoal como Solução Organizativa da Empresa. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 491-509.

¹¹⁴ A sociedade igualitária de duas pessoas são sociedades com dois sólidos grupos de 50%, é modalidade de controle totalitário. Pois, em última análise, qualquer deliberação social exige a unanimidade.

¹¹⁵ Aqui se sobressalta a teoria do contrato plurilateral, em que, das suas diversas especificidades, merecem destaque a possibilidade de um contrato de sociedade haver mais de duas partes com interesses conflitantes, mas com objetivos comuns. ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945. p. 290.

computados, transformam-se em ato de vontade da sociedade. “Os vencidos não estariam sujeitos aos votos da maioria, mas à deliberação que, por efeito destes, é formada e juridicamente imputada à sociedade.”¹¹⁶

Portanto, a assembleia geral é o órgão que atua como pedra de toque do centro de poder da sociedade anônima. Afinal, é a deliberação majoritária que tem as condições de formar o grupo controlador, seja ele acionista ou não.

Contudo, a posição majoritária deve ser analisada sob a ótica qualitativa, e não quantitativa. Como refere BULGARELLI: “maioria é, sob tal aspecto, o controlador – que de fato controla e dirige a sociedade – e minoria, os que por várias razões [...] estão afastados do poder, dentro da sociedade.” A maioria significa uma “relação qualitativa de poder, que não corresponde ao número de pessoas, nem de ações, necessariamente.”¹¹⁷ A consideração qualitativa de maioria significa, pois, a posição de controle, mesmo que exercida por grupo minoritário. A maioria significa, em última análise, controlador; minoria, a seu turno, representa-se como acionista não controlador.¹¹⁸

Diante desse fato, a conclusão a que se chega é simples: a questão do controle depende eminentemente da posição majoritária qualitativa. Sendo a formação da maioria (ou minoria) controladora uma situação de fato, o controle, também, assume uma posição de fato: “*Qu’est-ce que la minorité? [A minoria] c’est une question de fait. L’actionnaire se trouve minoritaire aujourd’hui. Il peut, facilement, se trouver demain actionnaire majoritaires.*”¹¹⁹ Daí porque o

¹¹⁶ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 47. Como afirma TRAJANO VALVERDE, “O direito havia de procurar uma fórmula que solucionasse as divergências e garantisse a continuidade da pessoa jurídica. Foi encontrá-lo no princípio majoritário.” VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1937. p. 341. No caso, o sistema majoritário não consiste na renúncia de direitos, mas apenas na sujeição às regras que regulam as relações entre pessoas integrantes de uma comunidade ou sociedade, como a regra majoritária. É que “o princípio majoritário, afinal, pressupõe necessariamente a unanimidade, pelo menos uma vez, no momento de constituição da sociedade, como postulado da razão social.” COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 44.

¹¹⁷ BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 33.

¹¹⁸ Diante desse fato, entendemos mais adequada a substituição dos termos maioria e minoria para controladores e não controladores, já que, ao final, a maioria, controladora à luz da visão qualitativa demonstrada por BULGARELLI, pode ser a minoria. No mesmo sentido, GUERREIRO, José Alexandre Tavares. TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Jose Bushatsky, 1979. 2v. p. 737: “[...] nos parece que a expressão antitética a acionista controlador deva ser, no estatuto vigente, acionista não controlador.” Interessante a análise do conceito de acionista minoritário realizado por COMPARATO no âmbito da aplicação legal: “Sem dúvida, a expressão ‘acionistas minoritários’ não é unívoca, na lei. No artigo 117, §1º, ela designa, claramente, todos os não-controladores; enquanto no art. 161, §4º, alínea ‘a’, ela se refere, não menos claramente, apenas a titulares de ações votantes. No art. 215, §2º, ela volta a apresentar a acepção de acionistas não-controladores de modo geral [...]”. COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 244-246.

¹¹⁹ Relatório escrito por Joseph Hamel da intervenção do Professor René de Sole na 3ª Jornada de Direito Franco-Latino Americano, publicado na Revista Internacional de Direito Comparado. TROISIÈMES JOURNÉES DE DROIT FRANCO-LATINO-AMÉRICAINES, 1950, Toulouse. Protection des minorités dans les sociétés

poder de controle é visto a partir da análise casuística das relações jurídicas internas da sociedade, tanto do ponto de vista organizativo quanto decisório. Não se pode, a partir de regras predeterminadas, qualificar a posição de controle dada sua característica multifacetada e variável, que independe de legitimação jurídica.¹²⁰ Como ensina ASCARELLI: “*Diversamente da «personlità», «controllo» non costituisce espressione di una disciplina normativa, ma indicazione di una fattispecie della realtà*”¹²¹ O poder de controle seria justificado pelas relações de fato na sociedade. A existência de um bloco de controle, por si só, não altera em nada a estrutura jurídica da sociedade, pois o poder segue sendo exercido pela assembleia geral. A seu turno, o controle manifesta-se a partir de seu exercício nas assembleias, da submissão dos administradores ao controlador e das deliberações do acionista controlador que, necessariamente, serão ratificadas na assembleia ante sua preponderância. Assim, o poder de controle modifica, de fato, e não de direito, a estrutura de poder.¹²²

Em oposição à ideia de controle como poder de fato, mas como situação jurídica, Giuseppe FERRI entende que “em qualquer situação em que se manifeste, o controle na sociedade anônima é sempre o mesmo e idênticos são os problemas por ele suscitados.”¹²³ No mesmo sentido, CARVALHOSA refere que controle “não se trata, pois, de um poder de fato, eventual ou ocasional, mas de um poder de direito permanente, real, atual e autárquico, ao qual corresponde uma ingerência efetiva nos negócios sociais conforme preceito legal.”¹²⁴ Neste caso, ao contrário, o direito seria o encarregado de impor a posição de controle.

COMPARATO, a seu turno, posiciona-se contrário às duas correntes, porquanto não importaria perquirir se a legitimidade da dominação é jurídica ou fática. Para o autor, o poder de controle – em todas as circunstâncias – é “originário, uno ou exclusivo, e geral”, sendo

anonymes. In: **Revue Internationale de Droit Comparé**. Paris: v. 3, n°4, out.-dez./1951. p. 677-700. Disponível em http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ridc_0035-3337_1951_num_3_4_8007. Acesso em 10 de outubro de 2014.

¹²⁰ “De qualquer modo, não estaríamos na presença de uma noção unitária, mas, ao contrário, de um termo suscetível de diversas acepções, conforme a multiplicidade das *fattispecie*.” COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 33.

¹²¹ ASCARELLI, Tullio. **Problemi giuridici**. v. 2. Milano : Giuffrè, 1959. p. 268.

¹²² LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 701. CHAMPAUD chega a referir que o controle ora manifesta-se a partir de uma situação de direito ora a partir de uma situação de fato, sendo que, independentemente disso, ele representa, em última instância, o poder de exercê-lo a fim de efetivamente dispor sobre o patrimônio social e dirigir as atividades econômicas da sociedade: “*Etablir son contrôle sur une société, c’est organiser une situation de droit ou de fait telle que l’on peut disposer du patrimoine social et, par ce moyen, diriger l’activité économique de l’entreprise sociétaire. [...] Le contrôle est formé de prérogatives de fait et de droit qui s’exercent dans le cadre des institutions passablement formalistes de la société anonyme.*” CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Sirey, 1962. p. 136

¹²³ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 34.

¹²⁴ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**: homenagem a Celso Barbi Filho. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 191.

essencial diferenciar o controle externo do interno, pois os efeitos jurídicos decorrentes da posição de controle permearão, essencialmente, as suas relações com o plano interno e externo.¹²⁵ A questão de ser poder de fato ou de direito seria irrelevante.

Entendemos de forma diversa. Poder de controle, em última análise, é situação de fato com certo grau de juridicidade. No sentido do defendido por CHAMPAUD e ASCARELLI,¹²⁶ o controle não possui regulação própria e pré-determinada, mas variável e determinável de acordo com as circunstâncias da vida societária. Todos os fatos que de alguma forma reflitam na órbita jurídica pertencem ao mundo do direito,¹²⁷ gerando direitos, deveres, pretensões, obrigações, ações e exceções e, porque não, poderes. Mas isso não significa que o direito seja a fonte de legitimação do poder; significa, sim, que o poder tem reflexos jurídicos, tal como todos os fatos jurídicos. Portanto, poder é situação de fato.¹²⁸ Ao contrário de FERRI, como dito, não podemos admitir como verdadeira a premissa que toda a manifestação de poder é idêntica. A pluralidade de direitos incidentes sobre as mais diversas relações jurídicas verificáveis no campo societário, ainda mais nas circunstâncias do controle, afasta a assertiva estática de poder. Ocorre que não podemos desconsiderar o afirmado por Miguel REALE, no sentido de que todo o poder é jurídico. Para esse autor, a organização social pressupõe a constituição de um poder, o qual, por sua vez, pressupõe a presença do direito. Não haveria organização sem poder e sem direito, seja para legitimá-lo seja para impor-lhe limites.¹²⁹ Afinal, como refere CHAMPAUD: “*Dans son premier sens, le terme contrôle recouvre un ensemble de techniques juridiques propres à limiter les pouvoirs d’une personne sur un patrimoine qui n’est pas le sien.*”¹³⁰ Assim, entendemos que toda a manifestação de poder pressupõe – por

¹²⁵ “Originário, porque não deriva de outro, interna ou externamente. Uno ou exclusivo, porque não admite concorrentes, pela sua própria natureza. Geral, porque se exerce em todos os campos e setores, sem encontrar nem admitir domínios reservados por parte dos órgãos societários por parte dos órgãos societários.” COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 35.

¹²⁶ ASCARELLI, Tullio. **Problemi giuridici**. v. 2. Milano: Giuffrè, 1959. p. 168. CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Sirey, 1962. p. 136

¹²⁷ “Os fatos do mundo ou interessam ao direito, ou não interessam. Se interessam, entram no subconjunto do mundo a que se chama mundo jurídico e se tornam fatos jurídicos, pela incidência das regras jurídicas, que assim os assinalam. Alguns entram duas ou mais vezes, de modo que a um fato do mundo correspondem dois ou mais fatos jurídicos. A razão disso está em que o fato do mundo continua lá, com a sua determinação no espaço e no tempo, a despeito da sua entrada ou das suas entradas no mundo jurídico.” MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**: Parte geral, Tomo I, Mundo jurídico e Existência dos fatos jurídicos. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984. p. 4.

¹²⁸ Interessante é a posição de Jhering, ao afirmar que o poder cria o direito, indo ao encontro da posição de poder de fato: IHERING, Rudolf Von. **El Fin en el Derecho**. Buenos Aires: Editorial Atalaya, 1946. p. 168 e ss.

¹²⁹ “Assim como não há organização sem presença do Direito não há poder que não seja jurídico, isto é, insuscetível de qualificação jurídica, pois não se confunde com a força.” REALE, Miguel. **Teoria do Direito e do Estado**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2000. p. 117.

¹³⁰ CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Sirey, 1962. p. 105.

ser inerente ao fenômeno do direito – certo grau de juridicidade, variando em função da força de sua aplicação.¹³¹ Portanto, concluímos que o poder de controle é sim situação de fato, com grau de juridicidade potencial (mínimo) capaz de legitimar o poder como elemento jurídico de qualquer organização social. A situação fática da manifestação do poder é, pois, jurídica. Não é predeterminada, mas determinável de acordo com as mais diversas circunstâncias do mundo real em que se manifesta.

Por fim, em relação à posição de COMPARATO, que também refuta as duas teorias, divergimos não no conteúdo, mas na afirmação de que é prescindível a análise da legitimidade (fática ou jurídica) da dominação no seio societário. Isso porque o entendimento completo da extensão do conceito de acionista controlador passa, obrigatoriamente, pela natureza de sua legitimidade. Isto é, a interpretação do artigo 116 L.S.A. (acionista controlador) deve ser estritamente jurídica ou deve ser analisada caso a caso? É o que veremos no item seguinte.

Antes, porém, para delimitar o tema, deve-se ressaltar a diferença entre poder de controle e poder empresarial. Este compreende a prerrogativa de influenciar de modo determinante o desenvolvimento da atividade empresarial.¹³² Vale dizer: é o controle não sobre os órgãos da sociedade, mas sim sobre a multiplicidade de atos cujo fim é produzir de bens e serviços, tanto do ponto de vista interno (a empresa como elemento de produção) quanto do ponto de vista externo (a empresa e suas relações com o mercado). Já o poder de controle societário nada mais é do que a dominação sobre estrutura interna e orgânica da companhia. Assim, o controle nada mais é do que uma modalidade de poder capaz de determinar o destino da empresa, de escolher seus administradores e de definir suas políticas.¹³³

¹³¹ “Quando dizemos que o poder é jurídico, fazemo-lo relativamente a uma graduação de juridicidade, que vai de um mínimo, que é representado pela força ordenadamente exercida como meio de certos fins, até a um máximo, que é a força empregada exclusivamente como meio de realização do Direito e segundo normas de Direito. Isto quer dizer que o poder não existe sem o Direito, mas pode existir com maior ou menor grau de juridicidade. Por outro lado, assim como o poder não existe sem o Direito, o Direito não se positiva sem o poder, um implicando o outro, segundo o princípio da complementariedade, de tanto alcance nas ciências naturais e humanas. De maneira geral não há poder que se exerça sem a presença do Direito, mas daí não se deve concluir que o poder deva ser puramente jurídico [...]” REALE, Miguel. **Teoria do Direito e do Estado**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2000. p. 118.

¹³² Conforme ASCARELLI, “*actividad no significa acto, sino una serie de actos coordinables entre sí para una finalidad común (...)*”. Para aprofundamento do assunto, vide ASCARELLI, Tullio. **Iniciación al estudio del derecho mercantil**. Tradução: Evelio Verdera y Tuelis. Barcelona: Bosch Casa Editorial, 1964, p. 140 e ss.

¹³³ “o empresário exerce o poder empresarial, que é a capacidade de causar, determinar ou alterar a atividade da empresa – assim interna (produção de bens econômicos) como externa (participação nos mercados de serviços, produtos e bens financeiros). [...] [O poder de] controle é a capacidade de causar, determinar ou alterar a ação dos órgãos da companhia. É o poder político na sociedade, no sentido de poder supremo da sua estrutura interna, que compreende a capacidade de alocar e distribuir poder nessa estrutura.” LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 72-74.

Por fim, dada a impossibilidade de melhor expressão do conceito de controle do que a de LAMY FILHO e de BULHÕES PEDREIRA, cita-se o seguinte excerto dos redatores do anteprojeto da L.S.A.:

O controle, em resumo, é o poder de dominação da empresa, de eleger os ocupantes dos órgãos da administração, e determinação à ação da sociedade. Manifesta-se na assembleia geral, que é o órgão soberano da sociedade, e não constitui um direito de determinado acionista, pois todas as ações conferem iguais direitos aos seus detentores: é assim uma situação de fato, decorrente da formação, ou dissolução, de um bloco de ações detidas pela mesma pessoa, física ou jurídica (ou conjunto de pessoas) que, por esse fato, tem assegurada a preponderância de sua vontade nas deliberações da assembleia geral.¹³⁴

A formação do poder de controle advém das ações que integram uma “universalidade de fato” ou “coisa coletiva”, o bloco de controle: “‘bloco’ porque esse conjunto de ações é considerado uma coisa coletiva e ‘de controle’ porque é fonte do poder de controle.”¹³⁵ Muito embora as ações individualmente consideradas tragam consigo direitos e deveres próprios, no momento em que um só titular (ou um grupo determinado) detém determinada quantidade de ações que permitam exercer o poder de controle da companhia em todas as suas dimensões. As ações, sozinhas, não são capazes de outorgarem outros direitos que não os a ela inerente; quando aglomeradas, em um “bloco”, cria-se essa possibilidade a titular do bloco – e não das ações. Portanto, o acionista controlador é o titular das ações que formam o bloco de controle. Mas como se identifica esse titular?

1.1.2.3. *Graus de dissociação entre Propriedade e Controle: um panorama geral das modalidades de controle interno e suas implicações*

1.1.2.3.1. Sistema Concentrado e Diluído de Capital

¹³⁴ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 423. Interessante a definição de CHAMPAUD, para quem, de modo simples, resume: “*Le contrôle est le pouvoir effectif de direction des affaires sociales.*” CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Sirey, 1962. p. 105. Ainda, ASCARELLI deixa clara a verificação do fenômeno do controle a partir da manifestação da assembleia geral: “*Controllo – e cioè possibilità di uno o più soggetti di imporre la propria decisione all’assemblea della società – que portà poi derivare ora dalla misura e dalla qualificazione (data la possibilità di azioni a voto limitato) della partecipazione sociale (potendo allora essere maggioritario o minoritaria a seconda che la possibilità ipotizzata presupponga la proprietà della maggioranza azionaria o invece sia sufficiente anche la proprietà di una minoranza delle azioni), ora anche da vincoli contrattuali della società.*” ASCARELLI, Tullio. **Problemi giuridici**. v. 2. Milano : Giuffrè, 1959. p. 267.

¹³⁵ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 700.

A dicotomia dos sistemas de mercado de capitais em relação à dissociação do controle da propriedade acionária depende eminentemente do comportamento do grupo de acionistas e de seu poder de unificação. Isso porque um grupo pode ser, concomitantemente, fraco sob o ponto de vista de titularidade de ações e forte sob o ponto de vista de conjugação de esforços, e vice-versa.¹³⁶

COFFEE JR. qualifica com propriedade os mercados de capitais com estrutura dispersa e concentrada, apontando que, de forma geral, o sistema disperso (maior dissociação entre propriedade e controle) é superior ao sistema concentrado de propriedade. A experiência e a comparação entre os mercados americano e britânico e o mercado da Europa continental daria a entender que nos países da *Common Law* o mercado de capitais ofereceria maior segurança e transparência aos investidores.¹³⁷ A seguir, discorreremos brevemente sobre as principais especificidades de cada sistema.

Uma das vantagens da diluição acionária é a promoção de liquidez ao mercado, pois há um incentivo da oferta e da compra de valores mobiliários.¹³⁸ Quanto mais ações disponíveis no mercado – e não concentradas nas mãos dos controladores –, mais transações ocorreriam.

Da mesma forma, a dispersão acionária tende a aumentar o valor das ações na medida em que diminui o bônus de controle.¹³⁹ Isto é, se o controle é detido pelos administradores, não acionistas, não será pago sobrepreço ao acionista que detém maior participação no capital simplesmente porque tais ações, por si, não conferem o controle. Não por outro motivo SALOMÃO FILHO afirma que “não há dúvidas que estruturas de controle diluído são preferíveis, pois contribuem para a democracia acionária e, em última instância, social.”¹⁴⁰

¹³⁶ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 52.

¹³⁷ “(1) *A Dispersed Ownership System, characterized by strong securities markets, rigorous disclosure standards, and high market transparency, in which the market for corporate control constitutes the ultimate disciplinary mechanism; and (2) A Concentrated Ownership System, characterized by controlling blockholders, weak securities markets, high private benefits of control, and low disclosure and market transparency standards, with only a modest role played by the market for corporate control, but with a possible substitutionary monitoring role played by large banks.*” COFFEE JR., John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*. **Yale Law Journal**. New Haven: v. 111, 1ª Ed., out./2001. p. 3.

¹³⁸ GORGA, Érica. Análise da eficiência das normas societárias: emissão de preferenciais e *tag along*. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 519.

¹³⁹ GORGA, Érica. Análise da eficiência das normas societárias: emissão de preferenciais e *tag along*. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 519. No mesmo sentido é a opinião de OIOLI, que afirma a existências de estudo dando conta de que companhias com ações dispersas possuem maior valor de mercado. 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. p. 44

¹⁴⁰ SALOMAO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

Fator intimamente ligado à eficiência da estrutura de capital diluída é a posição que os administradores encontram-se na companhia. Quanto maior a diluição do capital, mais fácil a tomada de controle mediante aquisição sucessiva de ações no próprio mercado, por exemplo.¹⁴¹ Conseqüentemente, resta facilitada a perda do controle por gestores e administradores ineficientes. Isso exige que os administradores sempre tentem valorizar suas ações, colocando-os sob constante risco de serem alvo de uma tomada hostil de controle e perderem seus empregos. Em outras palavras, a estrutura de capital disperso incentiva administradores eficientes e pune os ineficientes.¹⁴²

Uma das formas de se alcançar a liquidez no mercado é o incentivo à proteção dos acionistas minoritários (não controladores). Tal proteção, pois, a par de conceder maiores benefícios diretos aos não controladores, desempenha o papel de grande incentivador de investimentos. O público apenas estará confortável a investir em um ambiente seguro. Por isso, SALAMA ensina que “*a consensus emerged in academic circles suggesting that minority shareholders deserve legal protection not only for equitable reasons, but for efficiency considerations as well.*”¹⁴³ Em última análise, quando acionistas sentem-se protegidos da expropriação, eles dispõem-se a pagar mais pelas ações, tornando sua emissão muito mais atrativa aos empresários. Isso se aplica também aos credores.¹⁴⁴ É justamente neste ponto que os países da *Common Law* levariam vantagem em relação aos do direito continental.

Entretanto, CHEFFINS, analisando o caso britânico, conclui que a proteção acionária ao pequeno acionista não foi o fator responsável pela diluição da propriedade no *UK*. No

¹⁴¹ A inexigibilidade de realização de oferta pública para a aquisição do controle nos EUA, sem sombras de dúvidas, facilita a tomada de controle de modo hostil mediante aquisições sucessivas na bolsa de valores, como abordado no item 2.1.1.1 abaixo.

¹⁴² EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 126. Ainda, conforme afirma BEBCHUK: “*The evidence indicates that, when managers are protected from takeovers by strong antitakeover statutes or by antitakeover provisions, managerial slack increases. When managers have less to fear from takeovers, they fail to reduce costs and have poorer operating performance, including lower profit margins, return on equity, and sales growth.*” BEBCHUK, Lucian Arye. *Why firms adopt antitakeover arrangements.* **University of Pennsylvania Law Review**. Philadelphia: v. 152, 2003. p. 720.

¹⁴³ SALAMA, Bruno Meyehof; PRADO, Viviane Muller. Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence. **Journal of Civil Law Studies**. Baton Rouge : v. 4, 1ª Ed., 2011. p. 147-185.

¹⁴⁴ LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**. Rochester: v. 58, nº 1-2, 2008. p. 15. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=183908>. Acessado em 16 de julho de 2013. Quanto à necessidade de proteção do acionista minoritário para o fortalecimento do mercado de capitais, já advertia ASCARELLI, em aula proferida na Faculdade de Direito de Porto Alegre – hoje Faculdade de Direito da UFRGS – em 1944: “não haverá, realmente, possibilidade de difusão das ações no público e de desenvolvimento de um mercado dos capitais e não haverá a possibilidade de apelar ao público para a colheita do capital da sociedade, independentemente de uma efetiva tutela de minoria e do acionista.” ASCARELLI, Tullio. **Panorama do direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 107.

período em que mais se verificou a diluição do capital no *UK* (segunda metade do século XX), nenhuma significativa legislação no sentido de fornecer maior proteção ao acionista foi promulgada, não havendo motivos, ao menos, para defender a tese original da proteção.¹⁴⁵

Em nossa visão, a cautela do professor britânico mostra-se adequada. Muito embora não se duvide da importância de uma regulação forte e efetiva no sentido de proteger os pequenos acionistas para incentivá-los a comprar valores mobiliários, outros fatores são tão, ou mais importantes, para a formação de um movimento de compra. A confiança especulativa em uma tendência de alta, por exemplo, pode-se mostrar muito mais efetiva do que uma forte proteção aos pequenos acionistas, os quais muitas vezes desconhecem minimamente a estrutura do mercado. Diante disso, reconhecendo a necessidade de promover a proteção ao investidor individual, outros fatores devem ser levados em consideração ao se analisar a tendência de diluição de propriedade.

A pulverização acionária, embora salutar e vantajosa em diversos aspectos, acarreta mudanças significativas em relação aos custos de agência e aos benefícios privados advindos do controle. O deslocamento do conflito de agência e a alteração dos reflexos do direito de propriedade entre os acionistas (proprietários) e administradores é o principal deles. Quando o controle é exercido pelo acionista majoritário, o conflito é endereçado entre o controlador e os minoritários, ao passo que no caso de companhias com estrutura de capital diluída o conflito verifica-se entre administradores e acionistas.¹⁴⁶

A relação de agência no poder de controle é aquela em que se verifica a delegação dos poderes decisórios a determinadas pessoas para agirem em seu nome. Ocorre que neste tipo de relação normalmente ambas as partes (delegante e agente) são maximizadoras de riqueza, a ponto de o agente nem sempre agir nos estritos interesses do delegante. Para evitar isso, os delegantes veem-se obrigados a incentivar e a monitorar adequadamente o agente a fim de

¹⁴⁵ “While the judicial system had various commendable features, in most respects Britain did not qualify as a “protective” jurisdiction for outside investors. Instead, prior to the middle of the century, neither UK companies legislation nor relevant common law principles afforded much explicit protection to minority shareholders.” E mais adiante: “The upshot is that, during the latter half of the 20th century, lawmakers in the UK did not do a great deal to provide a legal regime that would have made those buying shares in publicly quoted companies feel “comfortable”. Moreover, while financial services reform occurring in the mid-1980s presumably had significant implications for UK investors, these changes took place after a separation of ownership and control was seemingly well-established in the UK. It follows that even if the Berle-Means corporation only became dominant in Britain after the middle of the 20th century, the “law matters” thesis does not account satisfactorily for this trend.” Vide CHEFFINS, Brian. Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom. **University of Cambridge Working Paper**. Cambridge: nº 172, set./2000, p. 17 e 38. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=245560>. Acesso em 13 de outubro de 2014.

¹⁴⁶ GORGA, Érica. Análise da eficiência das normas societárias: emissão de preferenciais e *tag along*. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 519.

garantir que não haja (ou pelo menos se reduza) comportamentos que os prejudiquem, gerando custos de monitoramento e de incentivo – os custos de agência. Os interesses conflitantes surgem, portanto, por mais contraditório que possa parecer, a partir de situações onde haja esforços cooperativos. Os custos, ainda, são superiores em situações duradouras, pois o monitoramento deve ser constante.¹⁴⁷

Assim, é clara a relação existente entre os custos de agência e as sociedades com controle difuso, haja vista que a relação entre administradores e acionistas enquadra-se perfeitamente nessa relação de agência.¹⁴⁸ Os administradores que não detêm ou detêm muito poucas ações não terão seus lucros advindos das atividades desenvolvidas em nome e em prol dos acionistas, mas sim às custas destes.¹⁴⁹ Essa assimetria de interesses permite que os administradores, caso não haja um monitoramento eficiente (e custoso), extraíam benefícios privados da empresa em detrimento dos acionistas.¹⁵⁰

Daí resulta a importância de regulação societária e de normas claras a fim de tutelar os acionistas e o mercado de um modo geral, de forma a diminuir os benefícios privados e os custos advindos das transações. Nos Estados Unidos, onde a dispersão acionária é a regra, o meio de regulação encontrado para mitigar os custos com o monitoramento foi a imposição de deveres de lealdade e diligência aos administradores, responsabilizando-os fortemente por desvios de suas condutas. *“The fiduciary principle is an alternative to elaborate promises and extra monitoring. It retain prior supervision with deterrence, much as criminal law uses penalties for bank robbery rather than pat-down searches of everyone entering banks.”*¹⁵¹

¹⁴⁷ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**. Rochester: v. 3, nº 4, out./1976. p. 365. No mesmo sentido é a doutrina de EASTERBROOK e FISCHER, para quem: *“When one person exercises authority that affects another’s wealth, interests may diverge.”* EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 91-95.

¹⁴⁸ *“Since the relationship between the stockholders and the managers of a corporation fits the definition of a pure agency relationship, it should come as no surprise to discover that the issues associated with the ‘separation of ownership and control’ in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency.”* JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**. Rochester: v. 3, nº 4, out./1976. p. 366.

¹⁴⁹ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**. Oxford: Oxford University Press, 2010.

¹⁵⁰ Os benefícios privados representam todos aqueles benefícios advindos de quem detém o controle – sejam acionistas sejam administradores –, como, *e.g.*, aferição de ganhos em vista de informações privilegiadas, realização de negócios com a própria empresa, majoração de seus próprios salários, diminuição da distribuição de dividendos aos acionistas, emprego de familiares, uso da infraestrutura da empresa, etc. Os custos aos acionistas existirão sempre, todavia. Sejam custos de monitoramento para reduzir os benefícios privados, sejam da extração de benefícios privados em vista da ausência de controle. GORGA, Érica. Análise da eficiência das normas societárias: emissão de preferenciais e *tag along*. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 522-523.

¹⁵¹ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 92. Isso pode ser observado a partir do teorema de Coase. Para Ronald

Assim, verifica-se que no controle concentrado, o foco deve recair na efetiva regulação dos conflitos de interesses entre acionista majoritário e minoritário; no sistema disperso, contudo, faz-se necessária a existência de uma regulação efetiva no conflito entre administradores e acionistas.

Embora a diluição acionária traga consigo muitas vantagens, inclusive de eficiência de mercado, também carrega uma série de custos. CHEFFINS, por exemplo, aponta estudos no sentido de que ora as sociedades com capital disperso ora as com capital concentrado apresentam melhores resultados financeiros, não se podendo concluir pela superioridade de uma sobre a outra.¹⁵² Um dos benefícios das sociedades com controle concentrado é a diminuição dos custos de agência em função da contínua supervisão (monitoramento) dos administradores pelo acionista controlador, muito mais capacitado de cumprir tal ônus do que os acionistas minoritários.¹⁵³

Dessa forma, conclui-se que as sociedades com controle difuso possuem inúmeras vantagens sobre as com controle concentrado, mas encerram uma série de custos significativos, entre os quais os custos de agência, que exigem do direito uma atuação forte a fim de permitir que a atividade empresarial desenvolva-se do modo mais eficiente possível. Entendemos que nenhum sistema é superior ao outro, pois em ambos deverá haver uma adequada regulação do mercado.

Cabe-nos, agora, perquirir o porquê da existência de dois sistemas de distribuição da propriedade acionária. Tal questionamento é objeto de diversos estudos que, a despeito de sua qualidade, não são imunes a críticas e a questionamentos quando testados.

1.1.2.3.2. As teorias sobre o desenvolvimento da dissociação entre controle e propriedade: panorama geral

COASE, prêmio Nobel de economia em 1991, a utilização eficiente dos recursos não depende da alocação do direito de propriedade quando os custos de transação são zero. Logo, quando há custos de transação, há necessidade de interferência do direito para que a utilização do direito de propriedade seja eficiente. A dissociação entre o controle e a propriedade acionários exige, pois, maior tutela dos acionistas. Isso deve ser feito a partir de normas que mitiguem os custos de agência, os benefícios privados advindos do controle e regulem – e fiscalizem – a atividade dos administradores. Ainda mais em sociedades com estrutura de capital pulverizada, dado o deslocamento do conflito de agência, antes entre minoritários e acionista controlador, ora entre acionistas e administradores. Isso porque “*law should allocate property rights to the party who values them the most.*” COOTER, Robert. ULEN, Thomas. **Law and economics**. 5ª Ed. Boston: Pearson, 2008. p. 95-98.

¹⁵² CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 28.

¹⁵³ SALOMAO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 80.

As teorias sobre os motivos que levaram ao controle dissociar-se da propriedades são diversas. Todas buscam, a partir de diferentes premissas, explicar o desenvolvimento do mercado de capitais e, especialmente, a existência de dois modelos contrapostos de distribuição de propriedade acionária: o diluído e o concentrado. Para os fins a que este trabalho se destina, classificam-se as teorias quanto aos seguintes aspectos: a origem das famílias de direito, a política, a regulação do direito societário (legal e privada) e a dependência da trajetória (*path dependence*).¹⁵⁴

A teoria da origem das famílias de direito, observando os principais países em que o sistema de capital disperso predomina, explica a estrutura de governança corporativa a partir da diferença entre os sistemas de *Common Law* e de *Civil Law*. Em festejado estudo sobre o ponto, LA PORTA *et al* analisa os diversos níveis de proteção outorgados aos acionistas minoritários (não controladores). A conclusão é que a maior proteção outorgada pelo direito àqueles acionistas ocorre nos países de *Common Law*, justificando a presença da modalidade de controle gerencial nos países dessa família de direito.¹⁵⁵ A par do alegado maior respeito ao direito de propriedade e a menor intervenção estatal nos países de origem anglo-saxônica, os tribunais da *Common Law* (e *equity*¹⁵⁶) seriam mais dispostos, no que se refere à defesa dos minoritários, à interferência em questões financeiras e econômicas do que o sistema continental. Isso incentivaria a participação de minoritários no mercado a partir da outorga de maior proteção, especialmente por meio da autorregulação – característica essencial dos países dessa família de direito.¹⁵⁷ A despeito da facilidade em se aceitar essa teoria, seja porque os melhores exemplos de países com estrutura de capital disperso são da *Common Law*, seja porque a maior proteção aos investidores é um elemento essencial à diluição da propriedade acionária, ela não se

¹⁵⁴ O estudo aprofundado dessas teorias não é compatível com a extensão que esse trabalho comporta. Para tanto, recomendamos a seguinte bibliografia: CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British business transformed**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 26-58. GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 89-127. COFFEE, John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. **Yale Law Journal**. New Haven: v. 111, 1ª Ed., out./2001. p. 1-83. Disponível em <http://www.yalelawjournal.org/images/pdfs/455.pdf>. Acesso em 16 de julho de 2013. CHEFFINS, Brian. Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom. **University of Cambridge Working Paper**. Cambridge: n° 172, set./2000, p. 17-38. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=245560>. Acesso em 13 de outubro de 2014. LA PORTA, Rafael *et al*. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**. Rochester: v. 58, n° 1-2, 2008. p. 3-27. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=183908>. Acesso em 16 de julho de 2013. LA PORTA, Rafael *et al*. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**. Malden: v. LIV, n° 2, abr./1999. p. 471-517. GOUREVITCH, Peter Alexis; SHIN, James. **Political Power & Corporate Control: the new global politics of corporate governance**. New Jersey: Princeton University Press, 2005.

¹⁵⁵ LA PORTA, Rafael *et al*. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**. Malden: v. LIV, n° 2, abr./1999. p. 505.

¹⁵⁶ Vide DAVID, Renè. **O direito inglês**. São Paulo: Martins Fontes, 2006, sobre a estrutura dualista dos tribunais da *Common Law* e de *Equity*.

¹⁵⁷ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British business transformed**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 52.

mostrou imune a críticas. CHEFFINS enumera quatro razões que desmistificariam tal tese: as diferenças entre as famílias jurídicas quanto ao direito societário não são tão evidentes como sugeririam os autores; no início do século XX diversos mercados continentais eram tão desenvolvidos quanto o americano e o britânico;¹⁵⁸ existência de grandes disparidades entre os diversos países de *Common Law*, que não se resumem aos EUA e ao *UK*; e as supostas diferenças entre a *Common Law* e a *Civil Law* no que se refere ao mercado de capitais muito mais se deveram ao desenvolvimento político do *UK* com a Revolução Gloriosa de 1688 do que da *Common Law* propriamente dita.¹⁵⁹

A teoria política, por sua vez, retira a ênfase do direito. O nível de pressão das instituições democráticas e sociais sobre a empresa seria determinante à estrutura de controle na medida em que políticas distributivas dariam um tom mais institucional à empresa. Os administradores seriam mais alinhados com os empregados e com os *stakeholders* do que com os próprios acionistas. Isso elevaria os custos de agência e de monitoramento destes e prejudicaria o desenvolvimento do mercado de capitais. Seria o caso da Alemanha e países escandinavos. Do nosso ponto de vista, parece-nos razoável argumentar que partidos de esquerda não buscam desenvolver o mercado de capitais pelo aumento da participação dos investidores individuais ou institucionais (habitualmente criticados), mas sim por meio da participação estatal.¹⁶⁰

¹⁵⁸ Neste ponto, até mesmo o mercado brasileiro possuía, dentro de suas limitações, um mercado de capitais relativamente ativo e com certa dispersão no seu início (vide item 1.1.1.2 acima).

¹⁵⁹ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British business transformed**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 53-54. Para uma análise mais completa sobre as críticas aos argumentos de LA PORTA *et al*, vide GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 94-99 e COFFEE JR, John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. **Yale Law Journal**. New Haven: v. 111, 1ª Ed., out./2001. p. 3-5. Acerca dos reflexos das famílias de direito em uma análise econômica do direito, vide PARGENDLER, Mariana; GAROUPA, Nuno. A Law and Economics Perspective on Legal Families. **Illinois Public Law and Legal Theory Research Paper**. Chicago: nº 13-11, 2013. Disponível em http://papers.ssrn.com/pape.tar?abstract_id=2104443. Acesso em 02 de novembro de 2014. Confira PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 121 e ss.

¹⁶⁰ Sobre essa teoria, mostra-se obrigatória a leitura do artigo de Mark Roe: ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. **Stanford Law Review**. Palo Alto: v. 53, 2000. p. 539-606. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=165143>. Acesso em 02 de novembro de 2014. A crítica sobre sua completa aplicabilidade vem de CHEFFINS ao demonstrar que durante os governos trabalhista na Inglaterra durante o período de 1945-51, com aumento de tributos e nacionalizações, houve um incremento da diminuição de participação dos controladores: “Ironically, then, left-wing politics may have helped to accelerate rather than preclude the divorce of ownership and control in the UK.” CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British business transformed**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 51. Como refere GORGA: “fatores políticos são determinantes para o desenvolvimento dos mercados de capitais, já que países que têm governo social-democrata possuem custos de agência mais altos e mercados de capitais menos desenvolvidos, de forma que instituições jurídicas, em si, têm papel mais restrito.” GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 126. Ainda, COFFEE JR: “the growth of securities exchanges and the rise of dispersed ownership correlate most closely not with specific legal rules or protections, but with the appearance of a private sector that was largely free from direct governmental

A relevante influência do direito no mercado levou alguns autores a defender que a regulação das normas de direito societário (sejam legais sejam autorregulatórias) são responsáveis pela dispersão ou concentração de capital nas companhias listadas. Normas visando à proteção de acionistas e a regular o conflito de interesses, restrições a ações sem direito de voto, regras de transparência e de votação, por exemplo, seriam fatores determinantes à estrutura do mercado de capitais. A teoria de que “o direito importa” (“*law matters*”) também é baseada na doutrina de LA PORTA *et al* . Os autores classificaram em níveis as normas de direito societário de determinados países em vista da proteção aos acionistas minoritários. A par da conclusão de que as famílias de direito influenciariam a dispersão de capital, conclui-se que quanto maior a proteção outorgada aos acionistas minoritários, maior a dispersão verificada.¹⁶¹ Tal hipótese é rechaçada mais uma vez por CHEFFINS ao demonstrar que, conquanto a dispersão de capital tenha se iniciado no final do século XIX e concretizando-se apenas na metade do século XX, o nível de proteção oferecido na Inglaterra pelo direito era parco se comparado aos níveis atuais.¹⁶²

Por fim, a última teoria que nos propusemos a analisar é a dependência da trajetória (*path dependence*) ou “a história importa” (“*history matters*”), cujo tema foi aprofundado pelos Professores BEBCHUCK e ROE.¹⁶³ A importância de estudar a evolução do direito na história decorre da necessidade de compreender o direito hoje, tal como afirmou HOLMES em sua famosa frase: “*The history of what the law has been is necessary to the knowledge of what the law is.*”¹⁶⁴ Assim, a diferença na evolução de cada sociedade seria a causa das diferentes estruturas de mercado hoje existentes. A ideia central dessa teoria é que o estado atual de dispersão do mercado depende do grau de dispersão no passado. Os Autores classificam em duas as modalidades de dependência de trajetória: dependência de trajetória ocasionada pelas estruturas (*structure-driven path dependence*) e a dependência de trajetória ocasionada pelas regras (*rule-driven path dependence*). A primeira baseia-se na eficiência da estrutura da companhia ou na sua capacidade de gerar renda. Independentemente se de capital disperso ou pulverizado, uma vez definido o padrão eficiente em T_0 , a lógica é que o mesmo padrão

interference”. COFFEE JR, John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. **Yale Law Journal**. New Haven: v. 111, 1ª Ed., out./2001. p. 87.

¹⁶¹ Acerca da importância da proteção ao acionista minoritário e sua real efetividade na dispersão do capital, vide item 1.1.2.3.1 acima, especialmente notas 143 a 145.

¹⁶² CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**: British business transformed. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 39-40.

¹⁶³ BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Stanford Law Review*. Palo Alto: v. 46, 2008. p. 127-170.

¹⁶⁴ HOLMES, Oliver Wendell. **The Common Law**. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press, 2009. p. 35-36.

mantenha-se em T_1 . A necessidade de adaptação ao modelo existente e os custos para seu rompimento, por exemplo, dificultariam que uma sociedade diluísse seu capital. Assumindo que a empresa tenha atingido seu grau de eficiência em um modelo, não haveria razões para trocar. Da mesma forma, em uma sociedade com grande extração de benefícios privados (busca por rendas), dificilmente o controlador ele irá abrir mão da sua posição. Caso o faça, o controlador buscará ser recompensado por isso, forçando adquirente a manter a estrutura antiga, passando este a extrair os benefícios privados e recuperar o custo da tomada de controle. A segunda (*rule-driven path dependence*) é caracterizada pelos efeitos que as regras geram na estrutura de propriedade. As normas jurídicas teriam grande influência na formação da estrutura de capital a ponto de as normas em T_0 influenciarem as normas em T_1 . Se as normas em T_0 forem mais propícias à dispersão, as normas em T_1 tendem também a sê-lo.¹⁶⁵ Entretanto, embora não se possa negar que a história tem papel fundamental na definição das estruturas atuais, GORGA faz uma ressalva pertinente a essa teoria, com a qual concordamos. Nem o mercado americano nem o britânico partiram de um modelo de dispersão de capital, mas sim de um modelo concentrado. Admitindo que tais mercados são hoje dispersos, em algum momento o paradigma foi quebrado.¹⁶⁶ Isso não significa que a trajetória não tenha tido nenhuma influência, mas abre espaço para argumentar que as outras teorias não são descabidas e, inclusive, podem ser o fator de rompimento.

Independentemente de qual o motivo, o fato é que o controle dissocia-se, em graus, da propriedade. Todas as teorias possuem argumentos fortes a seu favor, bem como constatações de sua insuficiência para explicar a estrutura acionária de cada mercado. A multiplicidade de elementos indutores do movimento acionário em favor ou não da diluição do capital leva-nos a concluir que a análise deve ser feita pontualmente, levando em considerações os mais diversos fatores, políticos, econômicos, jurídicos e sociais.¹⁶⁷ Apesar disso, o controle deve ser

¹⁶⁵ BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Stanford Law Review*. Palo Alto: v. 46, 2008. p. 127-170. Consulta ainda GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 101-108

¹⁶⁶ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 107-108. DO mesmo modo, CHEFFINS refere que a Inglaterra, no século XVIII possuía todas as condições estruturais para a formação de um mercado disperso, mas o número de companhias listadas e de transações eram incipientes. CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British business transformed**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 57.

¹⁶⁷ “Thus, a more complete explanation for the distribution of shareholdings must incorporate politics, law and efficiency, together with the serendipity of each country’s initial condition.” GILSON, Ronald J., Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. **Columbia Law and Economics Working Paper**. New York: n° 281, ago./2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=784744>. Acesso em 05 de maio de 2014. p. 4

exercido. O desempenho do objeto social depende da existência de um controlador, seja acionista ou não. A quem, pois, pode competir tal tarefa?

1.1.2.3.3. Modalidades de Controle Interno

Este estudo limita-se ao estudo do controle minoritário, motivo pelo qual entendemos desnecessário abordar todas as modalidades de controle interno. Tal aspecto já foi abundante e excelentemente abordado pela mais autorizada doutrina a ponto de que sua repetição em nada contribuiria para desenvolver a questão da transferência do controle minoritário. Entretanto, apenas para fins de situação da matéria, pertinente é a realização de um breve apanhado do assunto.

“*Changing the capital structure of the firm changes the allocation of power between the insiders and the outside investor, and thus almost surely changes the firm’s investment policy.*”¹⁶⁸ A dispersão acionária está intimamente ligada à dissociação entre o poder de controle e a propriedade das ações, fazendo com que surja uma nova modalidade de controle – o gerencial ou o administrativo. Assim, a dispersão acionária deve ser compreendida a partir da teoria sobre a separação entre propriedade e controle. Esse fenômeno altera a noção de propriedade para a própria economia. Conforme COOTTER e ULEN, “*the law of property supplies the legal framework for allocating resources and distributing wealth.*”¹⁶⁹ Ocorre que, na dissociação do controle da propriedade, os recursos são alocados por uns, e distribuídos por outros – não proprietários. Essa inversão da ordem natural contraria o próprio direito de propriedade, visto que de suas três características básicas (o uso, o fruto e a disposição), o proprietário de ações de companhias com controle difuso possui apenas o *fruto*, pois o uso e a disposição do controle cabem ao controlador não proprietário.¹⁷⁰

COMPARATO estrutura o poder de controle interno em três níveis: o de propriedade, o de direção e o de controle efetivo.¹⁷¹ Isto é, o controle independe da propriedade e se manifesta de acordo com o grau de intensidade dessa separação.¹⁷² No caso de uma sociedade unipessoal,

¹⁶⁸ LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**. Rochester: v. 58, nº 1-2, 2008. p. 6. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=183908>. Acessado em 16 de julho de 2013.

¹⁶⁹ COOTER, Robert. ULEN, Thomas. **Law and economics**. 5ª Ed. Boston: Pearson, 2008.

¹⁷⁰ 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. p. 37.

¹⁷¹ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 24.

¹⁷² COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 57.

por exemplo, não haverá separação entre propriedade e controle, pois o sócio, detentor da totalidade das ações, será o único controlador. No outro extremo, o controle é integralmente dissociado da titularidade das ações, sendo derivado das prerrogativas dos órgãos de administração da companhia (diretoria), e não do titular das ações. A doutrina, aqui especialmente a de BERLE e MEANS e também a de COMPARATO, classifica o exercício do controle interno nas seguintes categorias: (i) controle totalitário; (ii) controle majoritário; (iii) controle por intermédio de mecanismos jurídicos; (iv) controle minoritário; e (v) controle gerencial.¹⁷³

A quase totalidade das ações de uma companhia verifica-se em sociedades anônimas fechadas (subsidiária integral ou sociedade com poucos acionistas) em que um acionista é titular da totalidade ou da quase totalidade do capital. Este acionista, de forma absoluta, nomeia todos os membros da administração e os fiscaliza pessoalmente ou por interposta pessoa, por ele indicado. O controle é coincidente à propriedade, sendo denominado de “controle totalitário”.

O “controle majoritário” é marcado como o primeiro grau de separação entre propriedade e controle, quer dizer, o acionista majoritário detém a maioria das ações e exerce o controle ele próprio, visto a previsão legal do princípio majoritário. Ou seja, controle é coincidente à propriedade das ações do bloco de controle. A dissociação entre controle e propriedade se verifica nos acionistas não controladores, os quais detêm a propriedade, mas não o controle. Os reflexos desse pequeno grau de separação são, em larga medida, as situações de conflito de interesse entre acionista controlador e acionistas não controladores. Para compensar a titularidade sem controle, o direito garante a esses acionistas proteção, como regras de quórum e de votação, regras de convocação de assembleias, regras de conflito de interesses, modalidades de ações de responsabilidades, etc.¹⁷⁴

Em relação ao “controle obtido por mecanismos jurídicos”, o acionista controlador consegue fazer prevalecer nas deliberações da assembleia com base em mecanismos jurídicos. A estruturação de pirâmides e grupos societários é exemplo clássico desses mecanismos, mas podemos citar também a emissão de ações preferências como instrumentos de concentração de controle em um acionista específico.

¹⁷³ Recomenda-se, para aprofundamento de cada uma das modalidades de controle interno, a consulta de: BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006. p. 66-111; e COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 36-67.

¹⁷⁴ Neste aspecto, livro clássico e específico sobre a proteção às minorias é o de BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, o qual, em citação na p. 41, refere: “Na prática, como a maioria abusa do seu poder, tem-se então a necessidade de tutelar a minoria.”

O “controle minoritário” é, abstrata e genericamente, a assunção da posição de controle mesmo que a participação do acionista seja inferior a 50% dos votos. O desinteresse dos pequenos acionistas na condução da atividade empresária e seu absenteísmo nas assembleias torna viável que algum bloco de acionistas organizados consiga eleger a maioria dos administradores e exercer o controle. A utilização de procurações para angariar os votos dos pequenos acionistas é uma das estratégias utilizadas.

Já o “controle gerencial” manifesta-se em situações de grande dispersão acionária. Os administradores – e não os acionistas –, lançando mão de artifícios para representação em assembleias (*proxy machinery*) e aproveitando-se do absenteísmo dos sócios, obtêm êxito em perpetuar-se nas funções de poder da companhia justamente em razão dessa dispersão do capital. “Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autoperpetua por cooptação.”¹⁷⁵

Por fim, indispensável a referência ao mencionado “controle compartilhado”. Como se verá no item 1.2.2.6 (Acordo de Acionistas) abaixo, o controle pode ser exercido de forma conjunta ou compartilhada. Para tanto, a previsão de “voto em bloco”, em que os signatários, ao realizarem uma “reunião prévia”, deliberam a forma como será exercido o voto na assembleia geral. Assim, os integrantes do Acordo e os administradores, consoante disposição do artigo 118, parágrafos 8º e 9º, da L.S.A., ficam vinculados a exercerem o controle de forma conjunta. EIZIRIK classifica o “controle compartilhado” como modalidade independente das demais acima mencionadas. Concordamos parcialmente com tal classificação. Isso porque não há como confundir a classificação feita a partir da quantidade de ações detidas pelo acionista controlador com aquela que leva em consideração a quantidade de partes que exercem o controle. No primeiro caso, entendemos que as modalidades são totalitária, majoritária, minoritária e gerencial (aqui mencionada como a ausência de titularidade por parte do controlador); já a segunda classificação leva em consideração por quem o controle é exercido, se individual ou se conjuntamente. Afinal, o controle conjunto ou individual pode, muito bem, ser totalitário, majoritário ou minoritário, por exemplo.¹⁷⁶

¹⁷⁵ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 51. Vide CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. **Controle Gerencial**. V. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

¹⁷⁶ COMPARATO também posiciona-se a partir da ideia de que o controle compartilhado pode manifestar-se a partir de um controle majoritário ou totalitário, por exemplo. COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 179. Roberta Nioac PRADO também contrasta a classificação de controle compartilhado à de controle individual, não o arrolando conjuntamente com as demais modalidades. PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S. A.: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 158.

Vistas as principais especificidades do conceito de poder, perpassando pela noção de poder de controle e pelas principais características da estrutura de controle interno das companhias abertas, mostra-se possível analisar o conceito de acionista controlador, nas suas diversas perspectivas.

1.1.3. O TITULAR DO BLOCO DE CONTROLE MINORITÁRIO

1.1.3.1. *Acionista Controlador*

1.1.3.1.1. Definição legal

A definição de acionista controlador das sociedades anônimas, objeto deste estudo,¹⁷⁷ é disposta no artigo 116 e no artigo 243, § 2º, ambos da L.S.A.¹⁷⁸ A legislação anterior (Decreto-Lei nº 2.627/1940) não dispunha a respeito do acionista controlador, tendo o conceito sido introduzido pelo atual diploma legal. Vigorava, à época, o princípio do acionista majoritário, e a responsabilidade recaía apenas sobre os administradores.¹⁷⁹

O *caput* do artigo 116 da L.S.A. limita-se a dispor sobre a legitimidade de se ser titular do controle. Admite-se, pois, que pessoas físicas e jurídicas (de direito público ou de direito privado) sejam controladoras, atuando isolada ou conjuntamente. A atuação conjunta pode-se dar por meio de “acordo de voto” (acordo de acionista com objeto de exercício do poder de controle), arquivado na companhia apenas se houver interesse na produção de efeitos contra terceiros. Caso não seja arquivado o acordo, a eficácia entre as partes será suficiente para formação do controle conjunto, pois o arquivamento não é requisito. Ainda, a expressão grupo

¹⁷⁷ A noção de acionista controlador ora analisada levará em conta tão somente as sociedades anônimas abertas.

¹⁷⁸ “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.” E:

“Art. 243. [...]”

§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.”

¹⁷⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**, 2º volume. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 475/476.

de pessoas “sob controle comum” visa a regular as hipóteses de controle indireto,¹⁸⁰ desde que o controlador, em última instância, não seja uma sociedade pessoa física. Neste caso, a norma aplicável seria a do artigo 243, § 2º, da L.S.A., que versa sobre o grupo de sociedades.

Enquanto o *caput* do artigo 116 da L.S.A. visa a apresentar os sujeitos legitimados a exercer o controle, as suas alíneas “a” e “b” apresentam três requisitos, cumulativos e interdependentes, para a identificação do acionista controlador: (i) a obtenção da maioria dos votos na assembleia-geral, com a eleição da maioria dos administradores; (ii) a predominância permanente sobre a assembleia-geral; e (iii) o uso efetivo do poder de controle.¹⁸¹

Quanto ao primeiro requisito, importa saber que quem nela obtém a maioria de votos torna-se apto a assumir o controle. Isso porque a assembleia geral é o órgão soberano da sociedade anônima, podendo eleger e destituir os administradores. Nesse sentido, ASCARELLI define o controle como a “*possibilità di uno o più soggeti di imporre la propria decisione all’assemblea della società*”¹⁸² Portanto, aquele titular dos direitos de sócio obtiver a maioria dos votos¹⁸³, seja sozinho seja com a participação de outros acionistas, terá o controle da assembleia geral e a possibilidade de escolher os administradores, dando-lhe o direito de exercer o controle por meio da indicação da maioria dos membros do conselho de administração.¹⁸⁴ A

¹⁸⁰ O controle direto leva em consideração a titularidade dos direitos de sócio de forma direta na sociedade controlada, e o indireto quanto exercido através de outras sociedades controladas, conhecido como estrutura piramidal. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Alteração do Controle Direto e Indireto de Companhia. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 268-269.

¹⁸¹ Sobre os requisitos para configuração do acionista controlador, vide: LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 425-426. COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 62 e ss. Sobre o conceito de acionista controlador, vide, exemplificativamente: CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**, 2º volume. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 475 e ss. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: **Revista dos Tribunais**, Ano XXIII, nº 53, jan.-mar./1984, p. 72-80. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Alteração do Controle Direto e Indireto de Companhia. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 268-269. BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 314 e ss. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 3v., 2011. p. 665 e ss. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**, v. 3. 2ª Ed., atualizada de acordo com a Lei n. 12.431, de 24.6.2011. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 270 e ss. EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 177-190.

¹⁸² ASCARELLI, Tullio. **Problemi giuridici**. v. 2. Milano : Giuffrè, 1959. p. 267.

¹⁸³ Neste caso, a expressão maioria de votos significa a maioria dos votos dos presentes, e não a maioria das ações votantes ou dos que podem votar. Vide AMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 426.

¹⁸⁴ Importante destacar que o primeiro requisito contém, como refere CARVALHOSA, dois atributos de poder: a maioria dos votos na assembleia e o poder de eleger a maioria da administração. “Esses dois atributos não podem ser entendidos como cumulativos, já que se pode ter o controle interno da companhia exercendo apenas

legislação refere, na alínea “a”, o termo “titular dos direitos de sócio” ao invés de simplesmente “acionista” por um motivo muito simples – autorizar que não acionistas exerçam o voto. Isso porque, muito embora não seja a regra, uma das características dos valores mobiliários é a dissociação entre a propriedade e o poder político do voto. É plenamente viável, por exemplo, tal como no usufruto ou como no voto por meio de procuração, o exercício do voto por quem não é proprietário.¹⁸⁵

A seu turno, o requisito permanência tem como finalidade garantir que a posição de controle seja estável, e não esporádica. A doutrina e a própria CVM titubeiam ao tentar interpretar o excerto legal “de modo permanente” do artigo 116, alínea “a”, da L.S.A. Isso porque a exigência de que seja necessária a obtenção, permanente, da maioria de votos nas assembleias-gerais poderia significar a previsão legal de que apenas poderia ser controlador o titular de mais de metade das ações ordinárias. Afinal, em tese, só a posição majoritária garantiria a permanente preponderância nas deliberações assembleares. Em regra, a doutrina tende a interpretar o termo “permanente”: (i) a que entende que é necessária a titularidade de mais de 50% do capital votante para que seja possível obter sempre (de modo permanente) a maioria de votos nas assembleias;¹⁸⁶ (ii) a que o termo permanente equivaleria à exigência de estabilidade e de habitualidade da posição de dominação;¹⁸⁷ (iii) a revogada Resolução 401 do

um deles.” Este autor exemplifica essa situação no caso de uma companhia aberta com acordo de acionista, em que nenhum acionista tenha mais de metade dos votos mas que, conjuntamente, disponham da forma de indicação dos conselheiros. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: 2º volume, Arts. 75-137. 4. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009. p.491.

¹⁸⁵ Importante apenas destacar a diferença entre a redação do artigo 116, alínea “a”, e o artigo 243, § 2º, ambos da L.S.A.. Enquanto no primeiro dispositivo há menção à preponderância nas deliberações das assembleias-gerais, no segundo há menção a preponderância nas deliberações sociais. É que, no caso de sociedade controlada, o legislador previu a possibilidade de a sociedade controladora ser uma sociedade limitada (ou outro tipo societário), sem que haja o órgão assembleia geral.

¹⁸⁶ Em artigo publicado em 2011 em manifestação em Painel realizado com a participação de Modesto Carvalhosa, Marcelo Trindade e Marcos Barbosa Pinto, ocorrido no 2º Congresso de Direito Comercial, em São Paulo em 2012, CARVALHOSA defendeu que “o direito expresso contido no art. 116 da Lei Societária funda o controle no requisito de permanência, que decorre da propriedade de 50% mais uma das ações votantes.” CARVALHOSA, Modesto. O desaparecimento do Controlador nas Companhias com Ações Dispersas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 518. Ainda, a CVM também já se manifestou nesse sentido, com o voto do Diretor Pedro Mercílio: “23. Outro ponto importante desse primeiro requisito é a necessidade de permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade **sempre** que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissor nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea “a” do art. 116, embora preencha o da alínea “b”.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2005/4.069, Reg. 4788/2005, Rel. Diretor Pedro Marcílio, Ata da Reunião do Colegiado nº 14 de 11.04.2006. (Grifou-se).

¹⁸⁷ Nesse sentido, BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 315: “A permanência não se apoia, necessariamente, na maioria do capital votante, referindo-se o texto legal à

Conselho Monetário Nacional (CMN), de forma muito mais objetiva que a lei, considerava controlador aquele que “é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias-Gerais da companhia.”¹⁸⁸ Em nossa opinião, parece mais acertada e condizente com a interpretação legal a posição (ii), de que o controle permanente deve ser visto a partir da noção de estabilidade, e não de eternidade.¹⁸⁹

Por fim, o terceiro requisito é referido como a exigência de que o controlador deve exercer o seu poder “para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.” Com efeito, não basta ao acionista ter o poder de exercer o controle; o controle deve ser exercido a fim de as atividades sociais serem dirigidas pelo acionista que se enquadra nos requisitos acima. Dessa forma, um acionista majoritário que não compareça às assembleias ou que se abstenha de eleger a maioria dos administradores, mesmo o podendo fazer, não será controlador. Isso porque, como visto, o poder de controle presume que seu titular imprima na sociedade seu estilo e sua dominação a fim de fazê-la cumprir seu objeto.¹⁹⁰ É neste ponto que

‘maioria nas assembleia-geral’. [...] O que indica a maioria nas assembleias é a própria história das assembleias, em função do comparecimento que normalmente se verifica.” Ainda, VERÇOSA aduz: “Veja-se que a lei usa o termo ‘permanente’ – que não quer dizer, evidentemente, eterno. O legislador desejou significar que não se trata de uma situação fortuita e dependente do acaso” VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**, v. 3. 2ª Ed., atualizada de acordo com a Lei n. 12.431, de 24.6.2011. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 275. COMPARATO também compartilha dessa opinião: “preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio, e não de acontecimentos fortuitos.” COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 66.

¹⁸⁸ A resolução 401 tinha por objetivo principal regular a alienação do controle, de forma que, para mitigar os problemas causados pelo termo permanente, optou por “criar” um conceito mais restrito de acionista controlador: “IV - Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias-Gerais da companhia.” Mesmo que revogada, CARVALHOSA, em seus magistrais comentários à L.S.A., de forma divergente do manifestada na nota 187 acima, ensina que “reconhecemos, todavia, a dificuldade dessa conceituação (da permanência), sendo, em princípio, aceitável o critério, notadamente se for adicionado um requisito mais objetivo e mais longo de tempo de exercício do controle, p. ex., três exercícios sociais consecutivos.” CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: 2º volume, Arts. 75-137. 4. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009. p.492.

¹⁸⁹ No item 1.1.3.2.3 abaixo, aprofundaremos nossa posição.

¹⁹⁰ A necessidade de exercício do poder de controle não é pacífica na doutrina. De um lado, COMPARATO defende que o requisito de “exercício efetivo do poder” apenas mostra-se pertinente no que tange às sociedades com controle minoritário. Isso porque, nas sociedades em que um acionista detém mais de 50% das ações com direito a voto, este não poderia isentar-se de sua responsabilidade e omitir-se de exercer o controle: “já no controle majoritário, porém, o desuso ou mau uso do poder não é elemento definidor do status, pois ainda que o controlador afete desinteressar-se dos negócios sociais, não pode arredar o fato de que o poder de comando se exerce em seu nome, ou por delegação sua, o que a tanto equivale.” COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 67. Por outro lado, LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA entendem que o poder de controle, para fins de configuração o acionista controlador, deve ser obrigatória e efetivamente exercido, na forma da alínea “a” do Artigo 116 da L.S.A. LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.**: Exposições e Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 332. Parece-nos mais adequada a segunda posição. Isso porque, como visto, o artigo 116 da L.S.A. não faz qualquer

a questão do poder, como situação de fato, e não de direito, é retomada. Como abordado no item 1.1.2.2 acima, o poder de controle assume uma característica de poder de fato.¹⁹¹

Este requisito, a seu turno, não está contido na definição de controlador previsto no artigo 243, § 2º, da L.S.A. Não seria admissível que uma controladora, embora tenha o poder de eleger a maioria dos administradores, não o fosse assim considerada pela ausência do exercício do controle. Isso porque restaria violado seu estatuto social ao não exercer seu objeto social, o que não pode ser admitido.

1.1.3.1.2. Definição da BM&FBovespa

A BM&FBovespa nos regulamentos do Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 também conceitua o poder de controle acionário no âmbito da autorregulação sobre os regras de listagens dos segmentos especiais de governança corporativa. No âmbito da BM&FBovespa, o conceito adotado é o da lei societária, com todos os seus requisitos.¹⁹²

De forma geral e mais abrangente, a definição da BM&FBovespa, na segunda parte da redação, limitou-se a complementar dois dos três requisitos da definição legal: (i) a predominância permanente sobre assembleia-geral e (ii) a obtenção da maioria dos votos na assembleia-geral, diminuindo a margem interpretativa que recai sobre o conceito de acionista controlador.

Com efeito, a presunção relativa do exercício do controle quando um acionista, independentemente de sua participação acionária, obtém a maioria absoluta dos votos dos presentes nas últimas 3 (três) assembleias gerais vem a complementar a alínea “a” do artigo 116 da L.S.A. Tal como a revogada Resolução 401 do CMN, há a presunção de que aquele que

menção à participação acionária para definição do conceito de acionista controlador. A exigência de que os três requisitos supracitados façam-se presentes para a legitimação do controle torna imperativo o exercício efetivo do poder de controle independentemente de estarmos diante de uma modalidade de controle majoritária ou minoritária. Tanto que o artigo 243, §2º, da L.S.A. omite-se em relação a esse requisito. Nesse sentido, confira: EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 1v., 2011. p. 669; e BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 314.

¹⁹¹ Essa é a posição majoritária da doutrina. Ressalvamos nossa posição quanto à necessidade de se reconhecer, até mesmo em uma situação de poder de fato, um certo grau de juridicidade indispensável à toda forma de organização coletiva lícita, como explicitada no item na página nº 421.1.2.2 acima.

¹⁹² “‘Poder de Controle’ significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.” BM&FBovespa S.A. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>. Acesso em 06 de maio de 2014. A mesma definição é encontrada nos regulamentos dos Níveis 1 e 2 da BM&FBovespa.

obteve a maioria dos votos nas últimas três assembleias gerais é acionista controlador. Assim, insere-se a possibilidade de adoção de critério objetivo, inexistente na legislação, para especificar o que asseguraria “de modo permanente” a maioria dos votos na assembleia geral. Tal presunção, como expressamente disposto no regulamento, é relativa, justamente em vista do necessário exercício efetivo do poder de controle do acionista, exigido não só pelo artigo 116, alínea “b”, da L.S.A. como também pela definição prescrita pela BM&FBovespa (vide nota 192 acima), que exige o exercício efetivo do poder controle para definição do acionista controlador.¹⁹³

Em relação à maioria de votos das assembleias, a definição da BM&FBovespa explicita aquilo que a lei não o faz de modo expreso. Enquanto a lei é implícita (mas a nosso ver clara – artigo 129 da L.S.A.) em relação a possibilidade de acionistas minoritários ou majoritários exercerem o controle, os regulamentos são claros ao admitirem que o controlador não seja titular da maioria absoluta do capital votante.¹⁹⁴ Assim, o controle minoritário, por exemplo, vem expressamente admitido como modalidade de poder de controle da BM&FBovespa.

1.1.3.1.3. Posição da Comissão de Valores Mobiliários

A posição da Comissão de Valores Mobiliários – CVM quanto ao conceito de acionista controlador não é muito diferente do conceito legal e daquele dos regulamentos dos segmentos de listagem da BM&FBovespa.¹⁹⁵ Tal consenso, todavia, não se estende ao conceito de acionista controlador para fins de realização de oferta pública decorrente da alienação do controle (artigo 254-A da L.S.A.), como será visto na segunda parte deste trabalho.

¹⁹³ Frisa-se que a definição de acionista controlador prescrita pela Resolução 401 (vide nota 188 acima) também prevê uma presunção de que seja controlador aquele que obtiver a maioria de voto nas três últimas assembleias gerais. Mesmo não dispondo sobre a natureza relativa da presunção, tal como faz a BM&FBovespa de modo expreso, não há outra possibilidade. Por estar no campo do direito administrativo, e não da autorregulação, o princípio da legalidade impediria que a Resolução do CMN dispusesse de forma contrária à lei. Assim, a presunção da regulação também, a nosso ver, deveria era relativa, e não absoluta, como dá a entender.

¹⁹⁴ Por maioria do capital votante entende-se 50% + 1 das ações com direitos a voto, e não dos presentes.

¹⁹⁵ A Instrução 361/2002 assim conceitua o acionista controlador:

“Art. 3º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: [...]

IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.”

Há dois aspectos compreendidos pela CVM que merecem, por ora, destaque: (i) a finalidade da definição do acionista controlador pelo artigo 116 da L.S.A. e (ii) a interpretação do termo “permanência” no artigo 116, alínea “a”, da L.S.A.

No primeiro caso, há decisões do Colegiado da CVM afirmando que o conceito de acionista controlador previsto no artigo 116 da L.S.A. tem por única finalidade identificar o controlador para responsabilizá-lo por seus atos e por abuso de poder.¹⁹⁶ Em posição contrária, há manifestações, em menor quantidade – admite-se –, no sentido de que o artigo 116 não se restringe à definição do controlador apenas para fins de lhe imputar responsabilidade.¹⁹⁷ Desde já manifestamos nossa opinião em favor da segunda tese, como será fundamentado no item 2.2.2.2.1 abaixo. Por ora, basta pontuar o foco de divergência e admitir que o primeiro posicionamento – o conceito de acionista controlador objetiva imputar-lhe responsabilidade, tão somente – é mais aceito na doutrina e na própria CVM.

¹⁹⁶ Conforme excerto do voto vencedor, por maioria, do Diretor Marcos Barbosa Pinto: “2.6 O colegiado também já deixou claro que o art. 116 da Lei nº 6.404/76 não é um bom parâmetro para determinar se uma operação deve dar ensejo a uma oferta pública, por duas razões. Primeiro, porque o art. 116 define o que é “acionista controlador” e não o que é “controle”. Segundo, porque o art. 116 visa a identificar o acionista controlador para uma finalidade diversa, qual seja, responsabilizá-lo por abuso de poder.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2008/4.156, Reg. 6054/20008, Rel. Diretor Sergio Weguelin, Ata da Reunião do Colegiado de 17.06.2008. No mesmo sentido, é o voto do Diretor Pedro Marcílio: “O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea “a”) e o agir (alínea “b”), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2005/4.069, Reg. 4788/2005, Rel. Diretor Pedro Marcílio, Ata da Reunião do Colegiado nº 14 de 11.04.2006. Essa posição é compartilhada por Marcelo Trindade, ex-presidente da CVM, em manifestação oral em Painel realizado com a participação de Modesto Carvalhosa, Marcelo Trindade e Marcos Barbosa Pinto, ocorrido no 2º Congresso de Direito Comercial, em São Paulo em 2012. Ainda, EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 177-190. CARVALHOSA, Modesto; PARECER 14 – Acordo de Investimento e Associação. Exercício de Opção de Venda de Ações. Controle Compartilhado. Alienação do Poder de Controle. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 305-327.

¹⁹⁷ É o que se abstrai do voto do Diretor Otávio Yazbek que, não de forma contundente, mas admitindo a hipótese de aplicação do conceito de controlador para fins diversos dos de responsabilização, exclusivamente: “Naturalmente, em diversos casos o art. 116 pode servir de suporte para a aplicação do regime criado pelo art. 254-A. Porém, entendo que a sua adoção pura e simples tende a gerar significativas distorções. Isso porque a definição contida naquele primeiro artigo, justamente por se destinar a uma finalidade própria, tem uma abrangência que talvez seja inconcebível quando se está falando de alienação de controle.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2009/1.956, Reg. 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado nº 11 de 24.03.2009. No mesmo sentido é a posição de OIOLI: “Não deveriam, portanto, prosperar as teses que sustentam que o controle referido em tal dispositivo [artigo 254-A da L.S.A.] não seria o mesmo referido no art. 116 da Lei das Sociedades Anônimas.” OIOLI, Erik Frederico. A obrigatoriedade do *tag along* na aquisição de controle diluído. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 316-326.

No segundo caso, a definição de “permanência” de modo geral significa a manutenção do controle de modo estável, não decorrente de situação fortuita ou ocasional.¹⁹⁸ Isso não quer dizer, contudo, que qualquer bloco de controle seja considerado controlador por obter a maioria nas assembleias. A CVM tem-se mostrado, com razão a nosso ver, bastante exigente a fim de considerar um acionista (ou grupo de acionistas) como titular do bloco de controle, notadamente naquelas em que não se alcança a titularidade de mais de metade das ações votantes. Com efeito, no julgamento do processo RJ-2009/0471, o Colegiado entendeu que o maior acionista a

¹⁹⁸ Conforme diretor Otávio Yazbek: “[...] Para mim, tal quadro, se não demonstra o processo de constituição progressiva de um bloco de controle (e não creio ser necessário ingressar nesta seara, uma vez que tal controle não seria hábil a ensejar oferta pública), reitera que a posição detida pela Olimpia provavelmente não se revestia da **estabilidade**, da permanência, necessárias para a caracterização de controle.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2009/1.956, Reg. 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado nº 11 de 24.03.2009 (grifou-se). No mesmo sentido, vide o voto do Diretor Diretor Eliseu Martins: “[...] 5. A expressão "de modo permanente" parece indicar a necessidade de continuidade ou ininterrupção para a caracterização do controle(26), mas a lei não determina um prazo mínimo de permanência(27). Fábio Konder Comparato menciona que "a preponderância permanente nas deliberações opõe-se à meramente eventual, isto é, a que depende de fato incerto, para existir", e admite que essa permanência pode ser questionada nas hipóteses de controle minoritário. Acrescenta o autor que "preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos"(28). 6. Na visão do autor, portanto, "de modo permanente" significa que a preponderância nas deliberações sociais depende apenas da vontade do suposto controlador, e não de acontecimentos casuais, imprevistos, que independam da ação do suposto controlador. 7. É claro que essa preponderância, no extremo, apenas é garantida nos casos de controle majoritário, pois nesses casos há impossibilidade fática de o controlador encontrar resistência à sua vontade nas assembleias. Mas essa visão extrema não me parece a melhor interpretação do art. 116 e visivelmente esse também não é o entendimento do Prof. Comparato, já que ele admite que o art. 116 engloba o controle minoritário. 8. Nos casos de alta dispersão acionária e forte absentismo, existe uma justa expectativa de que um acionista que tenha menos de 50% mais uma das ações representativas do capital votante da companhia consiga fazer valer sua vontade nas assembleias gerais. Nesse sentido, dadas as circunstâncias do caso concreto e analisando-se o histórico das assembleias da companhia, há forte probabilidade de que o acionista faça valer sua vontade. 9. Observe-se que o critério de probabilidade para caracterização da permanência não é estranho ao ordenamento. O inciso III do art. 183 da LSA, por exemplo, ao estabelecer os critérios para avaliação dos elementos dos ativos, elege, quanto aos investimentos em participação no capital social de outras sociedades, ressalvado o disposto nos artigos 248 a 250, o critério do custo de aquisição, e determina a dedução de provisão para perdas prováveis na realização do seu valor, quando essa perda estiver comprovada como permanente. O Decreto-lei nº 1.598, de 26.12.1977, por sua vez, determina que a perda deve ser entendida como permanente quando de impossível ou improvável recuperação (art. 32). 10. Noutra exemplificação, a LSA, durante 32 anos, desde 1976 até a MP nº 449/2008, manteve a expressão "ativo permanente" para designação de um grupo de ativos. Esse grupo sempre se referiu aos ativos destinados ao uso e à produção de benefícios à empresa pela sua permanência. Em outras palavras, esses ativos propiciam, pelo seu uso, a obtenção de benefícios diretos e indiretos enquanto nessa situação de permanência na entidade, e não pela sua alienação. Não dirigiu o legislador essa classificação restritivamente aos ativos de uso e manutenção perpétuos, mesmo porque inexistentes na vida de qualquer sociedade. A própria CVM vem, por exemplo, obrigando as sociedades que exploram locação de veículos a manter, nesse grupo, a frota constituída por autos utilizados para aluguel que, como regra, são alienados normalmente bem antes de completarem dois anos de utilização. Mas ficam no Imobilizado, subgrupo que ficou, nesse tempo todo, dentro do Ativo Permanente não porque não podem nunca ser baixados, ou só podem sê-lo quando absolutamente exauridos; mas sim porque estão lá cumprindo essa condição de, enquanto mantidos na sociedade, produzirem benefícios pelo seu uso derivado dessa permanência. **Ou seja, a palavra "permanente" tem, também nesse caso, essa característica de não representar algo absoluta e totalmente definitivo, perpétuo, mas sim algo que, mesmo que por prazo não longo, tenha certa característica de continuidade.**” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2009/1.956, Reg. 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado nº 11 de 24.03.2009 (grifou-se).

sociedade Endesa, que em meados de 2006 possuía em média 6% do capital social e que, após O.P.A passou a ter, em conjunto com outro acionista, aproximadamente 46%, não preenchia os requisitos de permanência.¹⁹⁹

A nosso ver, parece-nos mais acertada a posição que admite a ideia de permanência como aquele necessário para a manutenção estável da posição de controle, prescindindo da titularidade superior à metade das ações votantes para configuração da posição do acionista. Afinal, permanente não significa eterno, tampouco imutável; significa, ao contrário, uma situação duradoura e capaz de permitir que o acionista controlador consiga, de modo seguro e incontestado, dirigir as atividades da empresa e exercer o controle. É o que veremos no próximo item.

1.1.3.2. *Controlador Minoritário*

O silêncio do artigo 116 da L.S.A. quanto à participação mínima do acionista controlador é eloquente: o controle minoritário é modalidade de controle prevista na Lei Societária. Não fosse isso, os próprios requisitos estabelecidos pelas alíneas do referido *caput* vão ao encontro da possibilidade de existência de um controlador minoritário, com direitos e responsabilidades inerentes a sua posição acionária. É o que concluímos a partir das seguintes hipóteses.

1.1.3.2.1. Ausência de disposição sobre a titularidade superior à metade das ações com direito a voto e a previsão de maioria absoluta

¹⁹⁹ “5. O argumento parece-me falho por mais de um motivo. Inicialmente porque ele confunde o consenso eventual e necessário, em assembleia, com bloco de controle. O art. 116 da Lei nº 6.404/76, ao caracterizar a figura do acionista controlador, remete não apenas à capacidade de influenciar de forma determinante, a tomada de decisões na companhia, mas também a uma consistência temporal no exercício de tal capacidade. Não é por outro motivo que a alínea "a" do citado artigo fala em direitos de sócio que assegurem "de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia". No próprio texto trazido pelo Recorrente, Fábio Konder Comparato realça a importância dessa permanência. 6. Por mais que, de fato, sejam possíveis acordos tácitos de acionistas, atos coordenados que realmente representem um poder de controle e que podem ser assim reconhecidos para efeitos diversos (como a própria aplicação do disposto no art. 254-A), não há como dizer que a coletividade dos acionistas da companhia controladora seja, *a priori*, caracterizável como bloco de controle da controlada. É verdade que a pertinência ao quadro de sócios de uma dada sociedade implica a anuência a um certo conjunto de normas, a assunção de uma posição jurídica (o chamado *status socii*), com direitos e deveres próprios. Mas daí a caracterizar a adesão a tal *status*, de forma genérica, como o ingresso em um verdadeiro bloco de controle há um longo caminho. Ainda mais quando se fala de uma companhia aberta de capital disperso.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ -2009/0471, Reg. 6357/2009, Rel. Otavio Yazbek, Ata da Reunião do Colegiado nº 11 de 03.03.2009. Vide ainda nota 186 acima.

A opção legislativa em omitir a necessidade de que o acionista controlador seja titular de mais de metade das ações com direito a voto deve ser vista como a aceitação do controle minoritário. Caso desejasse estabelecer o controle majoritário, não hesitaria o legislador em, de forma simples e irrefutável, estabelecer um percentual mínimo para que um acionista obtivesse a posição de controle.²⁰⁰

A alínea “a” do artigo 116 da L.S.A., ao exigir “a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral”, deixa claro que a maioria a ser obtida refere-se àquela dos votos, e não das ações com direito a voto. Conforme enunciam os redatores da L.S.A.: “acentue-se, quanto ao primeiro requisito, que se trata, apenas, de ‘maioria de votos nas deliberações da assembleia’, e, não, ‘maioria de capital com direito a voto’.”²⁰¹

A conjugação dessas duas percepções nos leva à conclusão de que é a maioria dos votos na assembleia – e não do capital – o fator determinante à verificação do controle minoritário. A existência de uma minoria quantitativa, na posição de maioria qualitativa, consubstancia a modalidade de controle minoritário.²⁰² Afinal, enquanto a primeira é vista em função do capital, a segunda é vista em função dos votos nas assembleias. Assim, o princípio majoritário impera, na forma do artigo 116, alínea “a”, e do artigo 129, ambos da L.S.A., na eleição dos administradores e nas decisões assembleares em geral, sendo absolutamente prescindível a titularidade de mais de metade do capital nessas hipóteses. Hipóteses essenciais à formação do acionista controlador.

Tal circunstância é corroborada pela possibilidade de instalação da assembleia, em primeira convocação, “com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito de voto; em segunda convocação instalar-se-á com qualquer número.”²⁰³ Apenas a exigência de maioria qualificada²⁰⁴ tornaria possível a

²⁰⁰ “Assim, pode acontecer – como de fato acontece – de o controle não ser exercido por aquele que detenha a maioria absoluta do capital votante, dando espaço para que o exercício desse poder seja levado a cabo por acionistas que possuam menos da metade do capital votante.” 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: WALD, Arnaldo (org.). **Direito Empresarial: Sociedades Anônimas**. v. 3. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p. 1210-1211.

²⁰¹ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 425. Os autores enumeram uma série artigos da L.S.A. em que, quando havia o interesse de se mencionar a maioria dos que podem votar – e não dos presentes – houve essa menção expressa, *e.g.*, artigos 87, 125, 135, 136, 141 § 1º, 157, §1º, 159, §4º, e 161, § 2º, todos da L.S.A.

²⁰² Vide nota 117 acima.

²⁰³ Artigo 125 da L.S.A.

²⁰⁴ Concorde-se integralmente com a tese de COMPARATO: “Em qualquer das hipóteses, a fórmula legal abrange o chamado controle minoritário, dado que não se exige a detenção da maioria do capital votante.” COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 68.

argumentação de que o controle majoritário seria a única modalidade de controle previsto na L.S.A, tal como exigido nas matérias previstas no artigo 136 da L.S.A.²⁰⁵ Não obstante, a própria lei apresenta o antídoto à eventual exigência de maioria qualificada nas sociedades com maior dispersão de capital. Nesse caso, a CVM está autorizada por lei a reduzir o quórum em companhias com maior dissociação entre propriedade e controle.

Portanto, o legislador admitiu a hipótese de controle minoritário no ordenamento jurídico brasileiro, mesmo que de modo implícito, especialmente porque não houve a menção expressa à necessidade de obtenção de maioria qualificada nas assembleias para eleição dos administradores.²⁰⁶ Afinal, a lei, de forma consciente, preferiu usar o termo acionista controlador, e não acionista majoritário.

1.1.3.2.2. O controle como situação de fato: o exercício do controle

Segundo elemento essencial para a aceitação do controle minoritário pela legislação é a indispensabilidade de que haja o efetivo exercício do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. A prevalência do exercício efetivo (de fato) sobre a exigência de participação de capital é outro fator a corroborar o fenômeno do controle

²⁰⁵ Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: (...) § 2º A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quórum previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Neste caso, a autorização da Comissão de Valores Mobiliários será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quórum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação.

²⁰⁶ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 49. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Alteração do Controle Direto e Indireto de Companhia. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 268-269. BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 315. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. comentada. São Paulo: Quartier Latin, 3v., 2011. p. 665 e ss. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**, v. 3. 2ª Ed., atualizada de acordo com a Lei n. 12.431, de 24.6.2011. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 270 e ss. EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 177-190. 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: WALD, Arnaldo (org.). **Direito Empresarial: Sociedades Anônimas**. v. 3. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p. 1210. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 305. OIOLI, Erik Frederico. A obrigatoriedade do tag along na aquisição de controle diluído. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 322. Pela inexistência de controle minoritário, cita-se o mestre Modesto Carvalhosa: CARVALHOSA, Modesto. O desaparecimento do Controlador nas Companhias com Ações Dispersas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 516-521. Tal argumentação será vista no item abaixo que se refere ao requisito permanência.

minoritário. O entendimento prevalecente de que o controle é situação de fato vai ao encontro da possibilidade de existência jurídica de um controlador minoritário. Assumindo a ideia defendida por nós de que o controle é situação de fato com graus de juridicidade, o controle minoritário teria um menor grau de juridicidade do que o controle majoritário. Isso não significa que ele seja menos jurídico, mas sim que sua constatação e sua legitimação dependem muito mais do mundo dos fatos do que do mundo do direito.²⁰⁷ O exercício do controle é guiado pela “realidade material” ao exigir que o acionista obtenha a maioria (absoluta) dos votos nas assembleias e concomitantemente use essa maioria para comandar a sociedade.²⁰⁸

A imprescindibilidade da utilização do poder de controle para o controlador dirigir as atividades sociais resulta na consagração do poder de fato no ordenamento jurídico. O controle minoritário, pois, mostra-se plenamente contemplado na medida em que seu exercício efetivo é um dos requisitos legais para a qualificação do acionista controlador. Não se poderia admitir o controle minoritário em um ordenamento em que prepondera a exigência de titularidade mínima de ações com direito a voto superior a metade, mas tão somente naqueles sistemas que privilegiam a realidade a arquétipos abstratos.

Como será visto no item abaixo, diversas circunstâncias como o absenteísmo dos sócios, a emissão de ações preferenciais e a alta dispersão acionária são elementos essenciais para que minorias qualificadas (e organizadas) imponham sua vontade, por meio do voto, nas assembleias, elegendo a diretoria e, por consequência, dirigindo a sociedade. Ou seja, a análise do poder de controle, especialmente o minoritário, dá-se de modo indutivo, e não dedutivo.

O exercício do poder de controle é indispensável mesmo naquelas sociedades com acionista majoritário – daí a diferença entre acionista e controlador majoritário –, pois é requisito legal para a conceituação de acionista controlador previsto na alínea “b” do artigo 116 da L.S.A.²⁰⁹ Assim, é corolário lógico que, tal como no controle majoritário, o controle minoritário também exige análise específica quanto ao uso do controle por determinado acionista (ou grupo de acionistas). A diferença é que o grau de dificuldade para o acionista exercer o controle é inversamente proporcional a sua participação. Entendemos, contudo, que embora os níveis de dificuldade sejam diversos, isso não prescinde a análise da dominação

²⁰⁷ Nesse aspecto, até mesmo o direito norte-americano diferencia as modalidades de controle de acordo com sua característica essencialmente fática, como se abstrai da seguinte passagem da obra de BERLE e MEANS: “*When control is thus defined a wide variety of kinds and conditions of control situations can be found – forms derived wholly or in part from ownership, forms which depend on legal devices, and forms which are extra-legal in character.*” BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006. p. 67. Vê-se que os autores tiveram a preocupação em afirmar o controle com características extralegais (*extra-legal in character*), e não extralegais, tão somente.

²⁰⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. P. 314.

²⁰⁹ Vide divergência na doutrina apontada na nota 190 acima.

exercida para avaliação da posição do acionista na sociedade: se controlador ou não. Tanto que o artigo 243, § 2º, da L.S.A., não prevê que o exercício como requisito em vista da obrigatoriedade de uma sociedade que tenha em seu objeto a participação em outras sociedades seguir ser objeto.²¹⁰

Assim, é certo que a opção legislativa ao preferir a situação de fato à situação de direito, para fins de definição do acionista controlador, vai ao encontro da existência do controle minoritário na lei societária.

1.1.3.2.3. O requisito permanência

O requisito permanência muitas vezes é levantado como o principal impeditivo – senão o único – para a aceitação do controle minoritário. Entretanto, como visto acima, posição majoritária é que o termo permanente deve ser compreendido como uma permanência na posição de controle de forma estável, e não eterna e inconteste. Conforme definição do dicionário Aurélio, permanente significa: “1. Que permanece; contínuo, ininterrupto; constante. [...] 2. Duradouro, durável. 3. Que tem organização estável.”²¹¹ Como se pode ver, nenhuma das três definições tem vinculação com uma posição “eterna”. O ato de permanecer assume também característica de transitoriedade. Tal como os agentes políticos “permanecem” no cargo durante seu mandato, o controlador “permanece” no controle enquanto obtiver a maioria dos votos (absolutos) nas assembleias e eleger a maioria dos administradores. O fato de ser duradouro ou durável, outrossim, denota que a permanência não pode ser pontual, mas em hipótese alguma significa incontestável e infinito quanto a sua posição. Por fim, a terceira definição do Aurélio é aquela que melhor se enquadra ao termo “de modo permanente” nos artigos 116 e 243, ambos da L.S.A. É a organização estável da posição de dominação o requisito determinante para a posição de controle.

O controle minoritário, pois, enquadra-se no requisito permanência. A intenção do legislador, a nosso ver, não foi a de exigir a maioria de capital votante. A um, porque o artigo 116, alínea “a”, da L.S.A. refere expressamente “a maioria dos votos nas deliberações”. A dois, porque, se o quisesse, tê-lo-ia feito redigindo “a maioria do capital votante” ou algo do gênero, mas jamais o faria incluindo a expressão “de modo permanente” que, a nosso ver, sequer pode denotar “eternamente”.

²¹⁰ Vide item 1.1.3.1.1 acima.

²¹¹ FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo Dicionário da Língua Portuguesa**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Ed. Nova Fronteira.

Como muito bem refere MUNHOZ: “É, sim, requisito da definição o fato de o poder não ser conjuntural ou esporádico, caso em que de poder não se cuidaria. O poder exige estabilidade, mas não imutabilidade.”²¹²

O termo “de modo permanente” quer significar muito mais que o poder de controle não se exaure com seu exercício, sendo permanente enquanto ocupar a posição jurídica de controle. Poder temporário – não permanente – seria admitir que ele se extinguiria ao ser exercido o que, evidentemente, não é o caso:

Controle pressupõe maioria e, portanto, direito de voto, e a Assembléia Geral e os acionistas que a compõem podem variar em cada deliberação, enquanto o controle existe permanentemente, independentemente do funcionamento da Assembléia Geral, e é exercido por acionista (ou um grupo estável de acionistas), porque fundado na propriedade do bloco de controle.²¹³

Para evitar tal confusão, o termo mais adequado seria o de estabilidade, muito citado nas decisões da CVM²¹⁴ e na doutrina.²¹⁵ Assim, o reconhecimento do controle minoritário, em absoluto, contraria o texto legal em razão da locução “de modo permanente”.

1.2. A ASCENSÃO DO CONTROLE MINORITÁRIO

Não sendo possível, pois, negar a existência do controle minoritário a partir da visão jurídica, deve-se tentar explicar os motivos que levaram tal modalidade de controle a assumir tamanha relevância no mercado de capitais brasileiro. A conclusão a que chegamos é que tudo é uma questão de incentivos.

Para que algum acionista obtenha o controle com posição acionária minoritária, é indispensável: (i) que haja a diminuição da participação acionária para menos de metade do capital votante, com a conseqüente alienação de ações ao público ou o aumento de capital; (ii) que diversos pequenos acionistas investidores se interessem em adquirir as ações daqueles que venderam (oferta secundária) ou as ações que foram emitidas pela companhia decorrente do

²¹² MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 305. Como refere WALD: “8. Os requisitos de preponderância e permanência, exigidos para a caracterização do controlador, têm um cunho casuístico, e devem ser verificados caso a caso, pois o controle pode decorrer tanto da participação majoritária, quanto da minoritária, esta ocorrendo, por exemplo, quando há grande dispersão do capital ou habitual absenteísmo dos acionistas.” WALD, Arnaldo. *Caracterização Da Alienação De Controle*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: v. 38, p. 189, out. /2007.

²¹³ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 748.

²¹⁴ Vide notas 198 e 199 acima.

²¹⁵ Vide notas 186 e seguintes, acima.

aumento de capital (oferta primária) de modo a alcançar mais da metade do capital votante; (iii) que algum acionista, ou grupo deles, organizado (com menos de metade do capital votante) preencha os requisitos do artigo 116 L.S.A. Tais fenômenos são os grandes responsáveis pela dissociação entre o controle e a propriedade e pela formação do controle minoritário.²¹⁶

1.2.1. OS INCENTIVOS PARA AUMENTAR OU PARA DIMINUIR A POSIÇÃO ACIONÁRIA

As teorias que almejam explicar a dissociação do controle e da propriedade, em última análise, objetivam explicar o porquê, em determinado tempo e lugar, um grupo específico de acionistas decide reduzir sua participação acionária (polo que vende) e outro grupo decide aumentar (polo que compra). O controle, por sua vez, não necessariamente acompanha o movimento de troca de ações, podendo permanecer com o grupo de acionistas que reduziu o controle.

1.2.1.1. *Por que exercer o controle? Os benefícios privados e a posição de dominação*

A posição de controle vem sempre acompanhada da possibilidade de extração de benefícios privados. Por esse motivo, o poder de controle tende a manter-se nas mãos daquele grupo que o vem exercendo.

Os benefícios privados de controle refletem “a possibilidade de ganhos adicionais não contabilizados na remuneração normal do investimento”, cuja principal característica é a obtenção de benefícios em detrimento de outro grupo de acionistas titulares da mesma espécie e classe de ação.²¹⁷ Tais ganhos podem derivar de uma série de condutas: concessão de vantagens (i) pecuniárias, diretas, como remuneração, ou indiretas, como obtenção de informações privilegiadas; (ii) contratuais, como a negociação com partes relacionadas; (iii) e *in natura*, como a realização de viagens luxuosas a expensas da sociedade, a aquisição de aviões pela empresa para transporte do controlador e de sua família, a construção de escritórios de luxo e outros privilégios (“*perks*”) que somente podem ser utilizados por aqueles que detêm o controle.²¹⁸

²¹⁶ “1) por que aqueles que detêm grandes blocos de ações desejariam vender sua posição ou diminuir sua participação? 2) Haverá demanda para ações disponíveis à venda? 3) Os novos investidores estarão inclinados a exercerem eles mesmos o controle?” Vide nota 9 acima.

²¹⁷ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 60.

²¹⁸ A tendência ao luxo e opulência de alguns grupos econômicos, como bem demonstrado em reportagem do Valor Econômico, pode ser citada por meio da história da família Guinle. Desde 1888 obteve a autorização para explorar o Porto de Santos, diversificou seus negócios desde atividades no mercado financeiro até o de

A exploração desses benefícios enseja uma série de custos aos acionistas, que não se limitam ao valor do benefício. A par do monitoramento, os incentivos necessários para que os controladores ajam no interesse dos acionistas (custos de agência) acabam, eventualmente, consistindo no próprio benefício de controle. Ao imaginarmos um círculo, o benefício privado seria o início e o final do percurso. Vide o exemplo da distribuição de bônus à diretoria (em caso de o controlador ser o próprio presidente) como incentivo à eficiência administrativa. Os benefícios privados seriam, pois, concomitantemente, uma das causas e uma das soluções ao problema de agência.²¹⁹ Não por outro motivo que JENSEN e MECKLING concluíram que quanto maior os benefícios privados, menor o valor de mercado da companhia, já que os investidores tendem a descontar do preço de mercado aqueles custos expropriáveis apenas por parcela dos acionistas.²²⁰

Ao controlador está à disposição uma série de instrumentos capazes de lhe garantir a extração de tais benefícios. A possibilidade de ele mesmo aumentar a remuneração da diretoria e do conselho (competência da assembleia geral a qual é por ele dominada), a preponderância de participação nos órgãos de monitoramento da sociedade (como o conselho fiscal), a ausência de regras claras, especialmente as de fonte legislativa, quanto à transparência e quanto ao conflito de interesses são indutores de benefícios privados, pois não impedem a expropriação da "minoria".

Dois fatores são determinantes para a quantificação do valor dos benefícios particulares: um de natureza jurídica e outra de natureza extrajurídica. O primeiro está intimamente

comercialização de doces. Dentre algumas das construções opulentas lideradas pelos fundadores e seus dependentes, pode-se citar o Jockey Club do Rio de Janeiro, o CO.P.Acabana Palace, o Palácio das Laranjeiras, e a Granja Comary. MAGALHÃES, Heloisa. Antes da queda, um século de negócios e luxo. **Valor Econômico**. São Paulo, 06 de novembro de 2013. Conforme JENSEN e MECKLING: “*If a wholly-owned firm is managed by the owner, he will make operating decisions that maximize his utility. These decisions will involve not only the benefits he derives from pecuniary returns but also the utility generated by various non-pecuniary aspects of his entrepreneurial activities such as the physical appointments of the office, the attractiveness of the office staff, the level of employee discipline, the kind and amount of charitable contributions, personal relations (“friendship,” “respect,” and so on) with employees, a larger than optimal computer to play with, or purchase of production inputs from friends.*” JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. **Journal of Financial Economics**. Rochester: v. 3, nº 4, out./1976. p. 10-11. Disponível em <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>. Acesso em 16 de julho de 2013.

²¹⁹ GILSON e GORDON, analisando as situações de extração de benefícios privados de controle nos EUA a partir do controle judicial concluem que a Corte de *Delaware* tende a permitir a extração de benefícios privados até o limite em que os custos de monitoramento são superiores aos próprios custos de tal conduta. Valer dizer, apenas os benefícios de maior relevância financeira, positiva – em relação aos controladores – e negativamente – em relação aos não controladores – demandariam repressão judicial. Vide GILSON, Ronald J. GORDON, Jeffrey N. *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*. **Columbia Law and Economics Working Paper**. New York: nº 281, ago./2005. p. 21. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=784744>. Acesso em 05 de maio de 2014.

²²⁰ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. **Journal of Financial Economics**. Rochester: v. 3, nº 4, out./1976. p. 31

relacionado às normas que visam a combater a expropriação da propriedade e a tutelar os não controladores. Uma das funções do direito societário é justamente evitar a expropriação indevida ou, pelo menos, reduzi-la. A não exigência de oferta pública na alienação do controle, a realização de negócios com conflito de interesses, a ausência de regras de transparências são determinantes à valoração dos benefícios extraídos pelo controlador. O segundo, a seu turno, está relacionado a outros meios de inibição de condutas propícias à valoração dos benefícios. GORGA cita a maior probabilidade de exposição na mídia, o tipo de indústria e o nível de concorrência em determinado ramo.²²¹

Não fosse isso, o valor dos benefícios privados também é condicionado à quantidade de ações ordinárias distribuídas entre os não controladores. Afinal, quanto maior o poder de voto de um acionista, maiores as chances de ele direcionar para si o poder empresarial. Entretanto, o poder de voto deve ser analisado sob a ótica qualitativa. É justamente aqui que a questão do controle minoritário se põe: mais vale uma minoria bem organizada do que uma maioria desorganizada.

Com efeito, em uma situação de controle minoritário, os benefícios privados tendem a ser maiores em vista do fraco poder de monitoramento dos não controladores, a despeito de se tratar de um grupo controlador com poucas ações votantes. Ora, não seria o melhor dos mundos que os custos fossem divididos entre todos (proporção do capital), e os bônus (benefícios privados) fossem distribuídos entre poucos? O controle minoritário agrava profundamente essa “função matemática”: na medida em que diminuem as ações integrantes do bloco de controle, a titularidade de ações é inversamente proporcional à capacidade de divisão de custos e de apropriação de benefícios privados em relação ao capital. Em outras palavras, assumindo que sejamos controladores: quanto menos ações nós detemos, maior a diluição de nosso risco e maior nossa extração de benefícios privados. Não faz diferença (em tese) se minha titularidade é 20% ou 80% das ações ordinárias. No momento em que algum grupo assume a posição de controle, qualquer que seja a sua participação, a sua capacidade de extrair o benefício privado será, em princípio, constante, ressalvado eventual aumento do poder de monitoramento dos não controladores. Isso, todavia, não ocorre em relação ao risco empresarial, que necessariamente diminui na mesma proporção em que o capital se dilui.

1.2.1.2. *O polo que vende*

²²¹ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 64-65.

O incentivo ao controle minoritário também deve ser analisado sob o ponto de vista dos benefícios privados, pois a esse controlador é garantida uma das principais vantagens do acionista majoritário, sem que haja a contrapartida proporcional da divisão de riscos. Daí porque alguns acionistas majoritários optam por vender sua participação, a despeito das inúmeras vantagens que sua titularidade pode lhes trazer.

CHEFFINS enumera os seguintes motivos que podem incentivar o grupo controlador a reduzir sua participação (“sair”): (i) busca por diversificação e por liquidez; (ii) diminuição dos lucros; (iii) necessidade de financiamento para realização de fusões e aquisições e aumento de capital; (iv) sobrepreço das ações; (v) política de dividendos; (vi) regulação; (vii) questões políticas; (viii) condições diversas.

As circunstâncias enumeradas acima foram as grandes responsáveis pela diluição do bloco de controle e a progressiva redução das ações que o integram. Parece-nos desnecessário passarmos por cada item acima. Optaremos por analisar conjuntamente os fatores sugeridos pelo professor britânico para demonstrar que as inúmeras situações, algumas puramente econômicas (cinco primeiros itens) e outras não (últimos três itens), têm uma característica em comum: a ocorrência de qualquer uma dessas situações deve ser mais vantajosa que os benefícios advindos da extração de benefícios privados. Caso contrário, não faria sentido reduzir a participação e, conseqüentemente, aumentar o grau de dissociação entre a propriedade e o controle, pois incentiva a participação dos minoritários.

A busca por diversificação e por liquidez pelo acionista controlador é um dos motivos que levam esse acionista a reduzir sua participação acionária. Recentemente assistiu-se à venda de 11,14% das ações ordinárias da OGX pelo então megaempresário Eike Batista entre os meses de março e de outubro de 2013.²²² Neste último caso, certamente a situação caótica em que se encontrava o “Império X” também foi fator determinante pela “saída parcial” operada pelo controlador. Pode, pois, levar algum grande acionista a reduzir sua participação, dando azo à uma situação de controle minoritário.

O alto preço das ações é outro incentivo ao “polo que vende”. Aproveitando-se da sobrevalorização das ações, os controladores optam por realizar o lucro por meio da alienação direta das ações. No período imediatamente anterior à crise de 1929 nos EUA, por exemplo, muitos controladores optaram por “sair na alta”, aproveitando a sobreavaliação do preço das ações formada pela bolha pré-crise. A grande procura do público – ou o grande incentivo dos proprietários em fazer o público comprar seus títulos – não foi só a consequência da diminuição

²²² VIRI, Natalia. Eike vende mais R\$ 29,6 milhões em ações da OGX em setembro. **Valor Econômico**. São Paulo, 09 de outubro de 2013.

da participação dos antigos controladores: foi também a causa. As ações estavam sobreavaliadas na época, permitindo que os controladores se desfizessem de sua participação por um preço acima do valor real. A oportunidade não poderia ser perdida.²²³ Em dias atuais, também pode observar-se a venda de ações dos controladores quando as ações atingem preço elevado. Mesmo que não suficiente para ocorrer a transferência de controle, o grupo controlador da companhia de alimentos Marfrig Global Foods S.A. (Marfrig) vendeu aproximadamente 3,3 milhões de ações em julho, após uma alta de 70% do valor de mercado das ações no ano.²²⁴

A questão da política de dividendos é particularmente relevante à verificação do controle minoritário. Como não poderia ser diferente, se o pagamento de dividendos for o responsável pela maior parte da riqueza distribuída pela empresa aos acionistas, o grupo controlador será o maior “prejudicado”.²²⁵ Afinal, a capacidade exclusiva de extrair os benefícios privados do controle (presente mesmo com posição minoritária) e a possibilidade de dividir os riscos e os custos com a maioria representa a relação perde-ganha (*trade-off*) “ideal”. Já a distribuição de dividendos não. Isso porque lhe caberia apenas a menor quota-parte em relação ao capital da sociedade, se considerada a proporção controlador/não controlador. A despeito disso, a distribuição de dividendos significativos é um importante fator para diluição de capital.

A remuneração das ações tem forte influência nos investidores, sendo um critério avaliado para a decisão de alocação de recursos. Isso permite a combinação entre aumento de liquidez e de procura das ações, ingredientes perfeitos para a valorização das ações. Afinal, a entrada no mercado depende de uma atividade econômica rentável e apta a distribuir riqueza, pelo menos em tese. Daí porque CHEFFINS refere: “*so long as blockholders were concerned about taking advantage of the liquidity the stock market provided, the onus was on them to ensure that the company continued to pay dividends to outside investors.*”²²⁶ Diante disso, o controlador opta por reduzir sua participação para aumentar a liquidez das ações, valorizando-as. O controle minoritário assume, pois, posição intermediária entre a necessária liquidez

²²³ Para uma descrição histórica sobre as maiores crises mundiais causadas pela euforia dos investidores, vide: GALBRAITH, John Kenneth. **A Short History of Financial Euphoria**. New York: Penguin Books, 1994.

²²⁴ SALOMÃO, Thiago. Aproveitaram a alta? Controladores vendem 3,3 mi de ações da Marfrig em julho. **Infomoney**, 08 de agosto de 2014. Disponível em <http://www.infomoney.com.br/marfrig/noticia/3507997/aproveitaram-alta-controladores-vendem-acoes-marfrig-julho>. Acesso em 15 de novembro de 2014.

²²⁵ O termo prejudicado aqui não tem qualquer vinculação com prejuízo indevido ou ilícito, pois estaríamos diante de um dano, e não de prejuízo. O prejuízo aqui é considerado apenas sob o aspecto formal, em que o acionista controlador obterá o menor *trade-off* diante da possibilidade de maximização de riqueza do acionista controlador.

²²⁶ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British business transformed**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 79.

acionária e a capacidade de extração de benefícios privados. Os dividendos podem, por um lado, representar uma importante fonte de renda do acionista controlador. Mesmo sendo minoria, necessariamente ele detém parcela significativa das ações a serem remuneradas. Por outro lado, podem favorecer a liquidez e a valorização da companhia, reduzindo os benefícios privados diante da diminuição de disponibilidade de recursos para expropriação exclusiva do controlador.²²⁷ No Brasil, a determinação legal de pagamento de dividendos teve esse intuito.

Na esteira da “teoria política” sobre os motivos para a dissociação do controle da propriedade,²²⁸ políticas de privatizações e de alteração legislativa são forte indutores à redução da participação do acionista controlador. Benefícios fiscais²²⁹, restrição à emissão de ações

²²⁷ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**: British business transformed. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 77-79. A teoria sobre a distribuição dos dividendos também é relacionada à proteção dos acionistas minoritários. Em pesquisa realizada por LA PORTA *et al*, a distribuição de dividendos compensa a ausência de proteção legal concedida aos acionistas minoritários. Do mesmo modo, sistemas com maior proteção a esses acionistas tendem a distribuir mais dividendos. Ainda, tal estudo conclui que a distribuição de dividendos favorece ao crescimento da receita da sociedade pelo favorecimento de sua reputação e capacidade de financiamento externo. Vide LA PORTA *et al*. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. National Bureau of Economic Research Working Paper. Cambridge: n° 6594, jun./1998 Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=226317>. Acesso em 15 de novembro de 2014. Em sentido contrário, FACCIO, Mara; LANG, Larry H.P.; YOUNG, Leslie, Dividends and Expropriation. **American Economic Review**. Pittsburg: v. 96, n° 1, mar./2006. p. 54-78. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=222428>. Acesso em 16 de novembro de 2014. Neste estudo, os autores apontam que no mercado do sudeste asiático, companhias com um controlador definido pagam melhores dividendos do que aquelas em que o capital é menos concentrado. Os autores deixam claro, contudo, que tais fenômeno é verificado apenas naquela região, não sendo aplicável aos mercados europeus e americano. A justificativa apresentada é que a distribuição de dividendos mais elevados em companhias com capital concentrado é a medida compensatória à expropriação do controlador. É o que refere BAKER: “*The authors interpret the findings as suggesting that investors anticipate expropriation in tightly affiliated firms and demand higher dividends to allay concerns. However, they argue that investors are less alert to such expropriation in loosely affiliated firms. One explanation for this reaction is that the low transparency of such sprawling, loosely affiliated groups increases the difficulty of shareholders’ discovering where control resides to identify and oppose unfair intragroup transactions.*” Para mais detalhes sobre a política de dividendos, vide BAKER, H. Kent. **Dividends and Dividend Policy**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009. p. 91

²²⁸ Vide item 1.1.2.3.2 acima.

²²⁹ “*When income are high, individuals tend to increase their consumption of leisure, which for blockholders implies winding down their involvement with the firms they dominate. Also, if taxes cut deeply into the after-tax dividends income blockholders receive from the company, they may be inclined to exit to benefit from risk-spreading.*” CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**: British business transformed. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 77-79.

No UK, por exemplo, benefícios fiscais criados no período entre guerras ainda estavam em vigor, incentivando a redução do capital sem taxa expressiva e o lançamento de ofertas públicas. Modificações na legislação societária (não só o *Companies Act* de 1948, mas principalmente o de 1967 e o de 1980) serviram de grande incentivo aos agentes compradores de ações. Nesse aspecto, a exigência de maior transparência, realização de *disclosures* (de salários e bônus de administradores) e regulação sobre o conflito de interesses e envio de procurações (*proxies*) foram determinantes para a participação de novos investidores no mercado. No mesmo sentido, foram as modificações no sistema de auto-regulação da *London Stock Exchange Group*, com imposição de regras claras sobre o impedimento de voto em situações de conflito de interesses, restrição ao envio de procurações e direito de preferência na emissão de novas ações. Em síntese, podem-se exemplificar as medidas protetivas aos investidores no Mercado de Capital Britânico a partir dos seguintes mecanismos: (i) existência de um procedimento de notificação à companhia em caso de aquisição de ações superiores a 3% do capital, bem como aumento ou diminuição de fatia superior ou igual a 1%; (ii) determinação de notificação ao mercado informações relevantes; (iii) necessidade de aviso em caso de assinatura de acordo de voto, (iv) existência de uma regulação pelo City Code on Takeovers and Mergers (regras do mercado de capitais britânico

preferências ou ao financiamento por meio da emissão de dívidas são exemplos desses incentivos. Outros aspectos como a ausência de um sucessor na família para seguir desenvolvendo a atividade econômica²³⁰ e como a necessidade de vultuosos investimentos, como ocorrido com as ferrovias, também favorecerem a venda de participação do acionista controlador.

Cita-se o caso da *Standard Oil* nos EUA, que, sob a liderança de Rockefeller, uniu praticamente o controle de todas as refinarias americanas sob seu domínio por meio da constituição de “*voting trusts*”. Diversas outras sociedades de ramos diferentes seguiram o mesmo caminho nos EUA naquele período. Ocorre que, a partir de 1911, diversas decisões de Cortes estaduais (e da Suprema Corte) começaram a declarar a ilegalidade de tais *trusts*. A preocupação contra práticas monopolísticas e a necessidade de proteção ao livre mercado e da concorrência foi acompanhada da edição diversas leis antitruste, restringindo sobremaneira a criação de grupos societários e catalisando a dispersão acionária.²³¹

Por fim, mas não menos importante, é o papel desempenhado pelas operações de fusões e aquisições e de obtenção de recursos no mercado para realização de grandes investimentos. Seus diversos ciclos históricos dão conta que sua principal característica é a formação de grandes grupos econômicos. MUNHOZ apresenta esses movimentos históricos a partir da formação de monopólios, oligopólios, conglomerados entre 1900-1960. A necessidade de

para as transações envolvendo fusões e aquisições) com previsão de tratamento igualitário aos acionistas em caso de alienação do controle; (v) forte tendência protetiva aos acionistas nas decisões judiciais; e (vi) restrição às recompras de ações e à participação recíproca em companhias de mesmo grupo econômico ou não. GOERGEN, Marc. RENNEBOOG, Luc. Strong Managers and Passive Institutional Investor in the UK. In: BARCA, Fabrizio. BECHT, Marco. **The Control of Corporate Europe**. London: Oxford University Press, 2003. p. 263-266.

²³⁰ CHEFFINS afirma que durante a primeira metade do século XX, muitos filhos e netos de megaempresários, com garantida posição econômica, optaram por vender a sociedade para. CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British business transformed**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 66. Podemos citar o exemplo do presidente eleito do Chile que em Piñera vende fatia da LAN que ofertou 21,8% de ações antes de assumir a presidência. Neste caso, contudo, a oferta não foi feita ao público, mas sim ao outro grupo de acionistas já integrantes do bloco de controle, deixando clara a tendência de países sul-americanos na manutenção de um grupo controlador bem definido. Piñera vende fatia da LAN. **Valor Econômico**. São Paulo: 19 de fevereiro de 2010.

²³¹ Em breve síntese, o Sherman Act (1890), criando uma série de proibições a fim de favorecer a concorrência e o livre comércio, como a proibição de conspiração entre empresários para a restrição do livre comércio e monopolização da indústria; o Calyton Act (1914) proibia a participação acionária em sociedades concorrentes e a tomada de controle que poderiam acarretar a restrição do comercial; o Glass-Steagall Act (1933) separou os bancos comerciais dos bancos de investimento; o Public Utility Company Holding Act (1935) não permitiu a construção de impérios empresariais por meio da estrutura piramidal. BECHT, Marco; DeLONG, J. Bradford. Why has there been so little block holding in America?. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 633.

A legislação antimonopolística criada nos EUA acabou influenciado os países europeus, que copiaram a regulação norte-americana no sentido de tentar fortalecer a livre concorrência. GARRIGUES, Joaquim. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Tradução: Norberto Caruso Mac-Donald. Porto Alegre: Sergio Fabris Editora, 1982. p. 18.

capitalização para o desenvolvimento de grandes empreendimentos permitiu com que os grupos controladores reduzissem sua participação. Muito embora a formação de um grupo empresarial seja propícia à concentração acionária, especialmente por meio de mecanismos jurídicos como a estrutura piramidal, elas também exigem grandes investimentos. Assim, o seu financiamento muitas vezes envolve a emissão de novas ações da companhia ou a sua transferência a terceiros (ofertas do tipo *follow-on* primárias ou secundárias, respectivamente), ou até mesmo a abertura de capital (Oferta Pública Inicial). Isso, em regra, vem acompanhado da redução da participação acionária do controlador. Já as operações realizadas por meio da emissão de títulos de dívida não são favoráveis à dispersão de capital, porquanto prescindem do ingresso de novos investidores.²³² A proteção ao investidor minoritário assume essencial relevância com o fim de incentivar sua participação no mercado primário.

Exemplo disso o papel das ferrovias nos anos de 1850 nos Estados Unidos da América. O aumento significativo na construção da malha ferroviária americana, quando as rotas locais nas regiões de *Boston*, *Philadelphia* e *Baltimore* deram lugar a rotas inter-regionais, ligando o leste ao oeste, como a rota *Baltimore-Ohio* e *Pennsylvania-New York Central*, acabou substituindo o transporte marítimo por ser muito mais barato, rápido e fácil de construir e de manter trilhos do que canais. Ainda, enquanto o transporte marítimo não poderia chegar ao centro das grandes cidades e regiões, os trens poderiam. Tudo isso, aliado ao progressivo conforto verificado nos vagões de transporte de passageiros, foi fundamental para a explosão da indústria ferroviária e de transportes. O crescimento da malha ferroviária americana, exemplificativamente, passou de 31.000 milhas em 1860 para 240.000 milhas em 1910.²³³

A diminuição de participação dos controladores deu-se por um motivo lógico: quanto maior se tornava a sociedade, mais caro se tornava manter o controle. A grande expansão da economia americana e das principais empresas de infraestrutura da época exigia, em contrapartida, um constante e um alto investimento. Por isso BERLE e MEANS afirmaram que a dispersão é um “processo contínuo” e próprio das grandes companhias.²³⁴

²³² As operações fundadas na captação de recursos por meio de endividamento do controlador ou da própria sociedade são denominadas na doutrina americana como *leveraged buyout (LBO)* ou *management buyout* (quando os administradores da companhia optam por adquirir o seu controle - *MBO*). EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 114.

²³³ CHANDLER., Alfred Dupont. **The Visible Hand: the managerial revolution in American Business**. Cambridge: Harvard University Press, 5th ed, 1999. p. 82-86. Vide também COFFEE, John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. **Yale Law Journal**. New Haven: v. 111, 1^a Ed., out./2001. p. 8. Disponível em <http://www.yalelawjournal.org/images/pdfs/455.pdf>. Acesso em 16 de julho de 2013.

²³⁴ “It is clear, then, that the dispersion of ownership has gone to tremendous lengths among the largest companies and has progressed to a considerable extent among the medium size. Further, it may be said in general the

A ampliação da malha ferroviária e a necessidade de desenvolvimento tecnológico exigiam altas somas de investimentos que dificilmente poderiam ser alcançados por um pequeno grupo de pessoas. Em vista disso, mostrou-se necessário – justamente para permitir a diminuição da participação acionária dos controladores – recorrer ao público. A venda de valores mobiliários na *New York Stock Exchange (NYSE)* foi um dos caminhos encontrados para financiar os investimentos e as incorporações, fusões e aquisições no setor, porquanto os lucros e as receitas dessas empresas não as permitiam alcançar tais objetivos.²³⁵ O volume das negociações das ações das ferrovias na *NYSE* saltou de 31 ações negociadas no pior dia da sua história (6 de março de 1830) para um milhão de ações negociadas em um dia 1886.²³⁶ A necessidade de investimento e a intenção de obter a participação do público nas companhias podem ser verificadas a partir da matéria publicada no *New York Times* de 1908: “*the railroads need five billion dollars’ worth of new tracks, terminals, and equipment to catch up with the country’s traffic. To raise the new capital buyers must be found for bond and stock issues. (...) Stocks are made to sell, is the old saying in the Street.*”²³⁷ Essa grande difusão de ações no

larger the company, the more likely is it ownership to be diffused among a multitude of individuals. It is also clear that the dispersion is a continuing process.” BERLE, Adolf A.; Means, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006. p. 53.

²³⁵ BECHT, Marco; DeLONG, J. Bradford. Why has there been so little block holding in America?. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 619. Nesse sentido, ainda, Mark ROE afirmou que “*these new large-scale enterprises had to draw capital from many dispersed shareholders, who demanded diversification. Although the early growth was financed by the firm’s own earnings, eventually either the founders passed from the scene and their heirs sold their stock into the securities market, or large firms merged and needed a securities market to finance the merger, or the growing firm’s capital needs outstripped its ability to finance itself from its own earnings. In any case, eventually not investors.*” ROE, Mark J. **Strong Managers Weak Owners: the political roots of American corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 1994. p. 4.

²³⁶ A par da crescente emissão de novas ações, as ferrovias também lançavam mão da emissão de título de dívidas, seja porque havia ainda certa tendência de manutenção do controle nas mãos dos fundadores seja porque era mais fácil a comercialização desses títulos no exterior. Cf. MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company**. New York: Modern Library, 2003. p. 61-62.

²³⁷ Two Million Partners Own the Corporations. **The New York Times**. New York: 4 de outubro de 1908. Disponível em <http://query.nytimes.com/mem/archive-free/pdf?res=F00E15FF3C5517738DDDAD0894D8415B888CF1D3>. Acesso em 22 de maio de 2014.

público impediu que pequenos grupos de pessoas detivessem grande parcela do capital, favorecendo controladores com pequena participação.^{238 239}

Alfred CHANDLER, referindo-se às ferrovias, concluiu: “*a single entrepreneur, family, or small group of associates was rarely able to own a railroad. Nor could the many stockholders or their representatives manage it.*”²⁴⁰ Diante desse aspecto, pode-se admitir como verdadeira a ideia de que os grandes acionistas diminuíram drasticamente sua participação, e o público, de um modo geral, aumentou. Isso permitiu a dissociação entre propriedade e controle nas sociedades americanas, as “sociedades anônimas de BERLE e MEANS”. Ora, enquanto a propriedade diluía-se, o controle concentrava-se cada vez mais nas mãos de poucos, atraindo a riqueza popular.²⁴¹

²³⁸ Famílias como os Ford e os Mellon, cuja capacidade para sozinhos financiar grandes empresas, tornavam-se mais cada vez raras. Até mesmo o homem mais rico da América, John Rockefeller, não detinha uma grande participação acionária na *Standard Oil*, embora mantivesse o controle. A *Standard Oil*, ao contrário, por ser constituída por meio de um *trust*, não possuía tantos investidores como as sociedades anônimas listadas na bolsa. BERLE, Adolf A.; Means, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006. p. 6. ROE, Mark J. **Strong Managers Weak Owners: the political roots of American corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 1994. p. 3. A título de ilustração, a composição societária da *Standard Oil* em 1970 era a seguinte:

Acionista	Ações	Participação
John D. Rockefeller	2.667	26,7%
Henry M. Flagler	1.333	13,3%
Sam Andrews	1.333	13,3%
William Rockefeller	1.333	13,3%
Stephan Harkness	1.334	13,3%
Oliver B. Jennings	1.000	10%
Antigos sócios	1.000	10%

Tabela 2 - BECHT, Marco; DeLONG, J. BRADFORD. Why has there been so little block holding in America?. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 627.

²³⁹ “*Who own the corporations? The ‘man in the street,’ whose financial education is gained from newspaper headlines and campaign cartoons, is forced to believe that little coterie of Falstaffian gentlemen carry the ownership of the corporations around in their waistcoat pockets. But the hard, cold facts, as shown on the stock books of the great railroads and industrials of the country, shows that there are 2,000,000 partners in American corporate enterprise, and that there are 20,000,000 persons whose savings are invested in these companies. The 2,000,000 corporation partners are the owners. The great army of bondholders has an interest in the corporations; but the bondholder is nothing more than a lender of money, and when his money-hire is paid at the fixed rate, all the profits of the corporation go to the owners, the shareholders.*” Two Million Partners Own the Corporations. **The New York Times**. New York: 4 de outubro de 1908. Disponível em <http://query.nytimes.com/mem/archive-free/pdf?res=F00E15FF3C5517738DDDAD0894D8415B888CF1D3>. Acesso em 22 de maio de 2014.

²⁴⁰ CHANDLER., Alfred Dupont. **The Visible Hand: the managerial revolution in American Business**. Cambridge: Harvard University Press, 5th ed, 1999. p. 87.

²⁴¹ A forma de captação de recursos de investidores pelas sociedades americanas ainda se dava eminentemente por meio de ofertas iniciais de ações preferencias e da emissão de títulos de dívidas. As ações ordinárias permaneciam quase que exclusivamente nas famílias fundadoras, mesmo que houvesse significativa participação de investidores institucionais, como sociedades seguradoras e bancos de investimento. O’SULLIVAN, Mary. **Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany**. Oxford: Oxford University Press, 2000. p.75.

O mercado de capitais brasileiro, a despeito de seu início marcado por companhias com considerável dispersão acionária, imediatamente após a política do encilhamento concentrou-se para níveis bem elevados. Apenas na década de 90, com o início da política de privatizações e, principalmente, a partir de 2005 a tendência para a diluição da propriedade se intensificou.²⁴² Nesse período, operações para concentração empresarial lançaram mão de técnicas societárias fundadas na emissão de novas ações (especialmente ordinárias em vista dos padrões de governança do Novo Mercado). A consequência disso foi o ingresso de novos agentes no mercado e investidores, com a dispersão de capital ocasionada também pela redução da participação do controlador. Trata-se da concretização das diversas teorias sobre a evolução dos mercados de capitais.²⁴³

Feito esse balanço sobre os principais fatores que podem levar o grupo controlador a reduzir sua participação, pode-se verificar os motivos que levam o grupo de investidores a aumentar a sua participação. Afinal, a venda por alguns tende a corresponder a compra por outros.

1.2.1.3. *O polo que compra*

Os acionistas reduzem sua posição eminentemente por questões econômicas, mas outros fatores também se mostram capazes de influenciar a conduta dos controladores. Afinal, para vender ações, a vontade do investidor basta; já para comprar, isso não é suficiente. Por esse motivo, as condições macro-econômicas são essenciais para que, em linguagem figurada, os “touro vençam os ursos”. Bolhas econômicas e crises estão intimamente ligadas a esse movimento do mercado, amparado principalmente no desejo de prosperidade e de lucro fácil.

Nessa esteira, aqueles grupos que experimentaram um grande crescimento no decorrer da história (fundos de pensões, seguradoras, fundos de *private equity* e *venture capital*) tomaram a dianteira sobre os investidores individuais, porquanto estes últimos, quando chegaram ao mercado em volume expressivo, normalmente a bolha já estava formada e a crise anunciando-se.

²⁴² Vide item 1.1.1.2 acima.

²⁴³ “Um movimento frequente desde 2005 é, após o período de crescimento baseado em fusões e aquisições financiadas por dívidas, conduzir a empresa a um processo de abertura de capital. Na oferta pública inicial, os acionistas iniciais (normalmente, os fundadores associados a fundos de *private equity*) recebem valor relevante por suas ações (oferta secundária), captando, ainda, montantes significativos de recursos para a companhia (oferta primária), de modo a financiar novo ciclo de fusões e aquisições.” MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 131.

O incentivo à compra de ações reside fundamentalmente (i) na disponibilidade de recursos, (ii) na boa reputação de companhias, (iii) na regulação do mercado de capitais, (iv) na existência de uma política de dividendos favoráveis aos investidores, (v) na diversificação de investimentos e (vi) na perspectiva de benefícios resultantes de operações de fusões e aquisições.²⁴⁴

A disponibilidade de recursos está intimamente relacionada à situação econômica em determinado período da história. A existência de capital acumulado e distribuição de riqueza foram imprescindíveis para o desenvolvimento do mercado de capitais. O desenvolvimento econômico e tecnológico foi responsável pelo surgimento de grandes empreendimentos econômicos sedentos por capital. No Brasil, podemos pontuar o período do Encilhamento, o milagre econômico de 1970 e, em certa medida, a segunda metade dos anos 2000, quando o mercado de capitais brasileiro atingiu níveis impressionantes. Semelhança ou concidência entre os três marcos foi a fase de grande crescimento, e aumento de participação, seguida de crises econômicas imediatamente posteriores.²⁴⁵

A boa reputação de uma empresa e de seus administradores também é um ponto a ser considerado no momento da escolha de um investimento. A manchete do jornal Valor Econômico sobre a situação da empresa Oi é autoexplicativa: “Oi perde R\$ 1,2 bi de valor com saída de [Zeinal] Bava.”²⁴⁶ Investidores tendem a confiar em sociedades bem administradas e por grupos controladores com boa credibilidade e reputação. Afinal, a dissociação entre o controle e a propriedade exige, antes de mais nada, a confiança.²⁴⁷ Sociedades e administradores com boa reputação incentivam investidores a adquirir suas ações.

²⁴⁴ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**: British business transformed. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 103-123.

²⁴⁵ Os principais fatores indutores do crescimento econômico em cada período histórico foram analisados no item 1.1. desta dissertação. Apenas faz-se uma ressalva em relação à queda da Bovespa no final do ano de 2008. Neste caso, verdade seja dita, a queda deu-se eminentemente pela crise americana que contaminou os mercados de todo o mundo. Todavia não se pode negar que a valorização verificada entre os anos 2004 e 2008 também tenha contribuído para a queda, ao menos para o seu tamanho, ocorrida nos anos de 2008 e 2009.

²⁴⁶ “A Oi está há muito tempo carente de um choque de credibilidade. E ontem aumentou sua necessidade de gerar um fato positivo e forte. Encerrou o pregão de ontem avaliada em R\$ 13,3 bilhões. Perdeu R\$ 1,2 bilhão em capitalização no primeiro pregão após a renúncia de Zeinal Bava à presidência, anunciada na terça-feira à noite.” VALENTI, Graziella *et al.* Oi perde R\$ 1,2 bi de valor com saída de Bava. **Valor Econômico**. São Paulo, 09 de outubro de 2014.

²⁴⁷ A questão da imagem dos empresários é bem representada na reportagem do centro de notícias Bloomberg. A repórter analisa o papel que a figura de Warren Buffet representa, ao ser comparado como o modelo ideal a diversas personalidades mundiais de quase tanto sucesso como Buffet: “*All of this reputational coattail riding hardly diminishes the Buffett name. A big part of Buffett’s investment philosophy is making sure a business has a “wide moat” -- a big and sustainable competitive advantage over rivals. And Warren Buffett’s image may be the biggest moat of all. You could call him the Norman Rockwell of Investing. Or the Einstein of Omaha. Or just about the most accessible, elite brand ever.*” WOOLLEY, Suzanne. Where in the World Is Warren Buffett? Everywhere. **Bloomberg**, 17 de outubro de 2014. Disponível em

Entre a segunda metade do século XIX e a primeira Guerra Mundial, no *UK*, por exemplo, também foram as ferrovias, principalmente, e os bancos os responsáveis pela relativa dispersão de capital. Apesar da pouca proteção outorgada aos acionistas não controladores à época, verificou-se um aumento significativo da participação do público no mercado de capitais. A colheita de excelente safra, o aumento da poupança popular e a redução das taxas de juros dos depósitos formaram os ingredientes principais para incentivar o público a investir de modo significativo – e não desesperado – em ações. O bom retorno de dividendos e a valorização das ações foram determinantes para a disposição do público em substituir suas aplicações no mercado de capitais. Foi justamente às vésperas da primeira grande guerra que o mercado de capitais do *UK* despontou como grande centro industrial da Europa, respondendo por aproximadamente 20% dos ativos financeiros existentes naquele país.²⁴⁸

A compra de ações, mesmo que haja recursos disponíveis, esbarra em duas dificuldades principais: a assimetria de informação e a hesitação em compactuar-se com o fenômeno da dissociação da propriedade do controle. Um ambiente atrativo aos investidores passa necessariamente pelo adequado endereçamento do clássico problema da agência.²⁴⁹ Diante disso, aqueles que têm as maiores condições de informar-se e eventualmente de participar do processo decisório da companhia largam em considerável vantagem àqueles que não o têm. É a esse problema que a teoria “o direito importa” é endereçada. A regulação do mercado e a política de dividendos vão justamente ao encontro das necessidades dos investidores quanto a esse aspecto.

<http://www.bloomberg.com/news/2014-10-17/the-warren-buffett-of-everything.html>. Acesso em 17 de outubro de 2014.

A própria figura de Eike Batista pode ser vista como exemplo. Enquanto ainda tinha credibilidade, sua história angariou fundos e recursos de investidores dos mais diversos países e segmentos, desde o Estado brasileiro até fundos árabes. Quando a perdeu, ações já negociadas a R\$23,00 bateram o incrível valor de R\$0,11. Em 2012, quando nem o cenário mais pessimista chegava perto do nível cataclísmico a que chegou em 2014 o “Grupo X”, o Valor Econômico já apontava: “a continuidade da execução dos projeto de Eike depende sim da manutenção da capacidade do empresário de levantar dinheiro para financiar os investimentos. As companhias ainda estão em fase inicial e demandarão um grande volume de recursos. A MMX e a LLX, por exemplo, possuem projetos de R\$ 4 bilhões e R\$ 1,8 bilhão, respectivamente, que a atual estrutura de capital não suporta. Segundo a própria EBX, o plano de investimentos do grupo é de US\$ 15,7 bilhões. Por isso, a credibilidade continua sendo um ativo essencial para o empresário. A preocupação com as finanças das companhias está concentrada na capacidade de Eike de reverter a desconfiança para quando chegar a hora de levantar mais recursos.” VALENTI, Graziell; TORRES, Fernando. Eike precisa retomar maior ativo: confiança. **Valor Econômico**. São Paulo, 10 de julho de 2012.

²⁴⁸ CHEFFINS ainda destaca as importantes reformas legislativas ocorridas entre 1844 e 1862 no Reino Unido, cujas principais alterações foram, em síntese, a abrangência da legislação para todas as sociedades com fins lucrativos, previsão de requisitos para a concessão da personalidade jurídica, obrigatoriedade de os diretores contratarem auditores e informarem sua posição acionária aos acionistas, imposição de um capital mínimo para constituição de sociedades e limitação de responsabilidade dos sócios. CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**: British business transformed. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 161-166.

²⁴⁹ Vide item 1.1.2.3.1 acima para verificar o problema da agência.

Como já apresentado anteriormente, a recuperação da Bovespa com aumento de volume e de transações apenas ocorreu quando os segmentos de mercado com mais exigência quanto à governança corporativa começaram a se destacar. Os incentivos à dispersão de capital que esses segmentos apresentam sem dúvida passam pela concessão de maiores direitos aos acionistas não controladores.²⁵⁰ Portanto, não há dúvidas que o aumento da segurança promovida pela autorregulação apresenta-se como elemento essencial para a formação de confiança ao investidor. Enquanto a boa reputação dos acionistas controladores e da companhia dá-se no campo subjetivo, a autorregulação apresenta-se objetivamente como modelo de confiança no sistema, e não nas pessoas.

Outro aspecto importante é a política de dividendos. Se o polo que compra e o polo que vende fossem o verso e o anverso de uma mesma moeda, a política de dividendos seria a própria moeda. Como visto no item imediatamente anterior, a distribuição de dividendos incentiva o controlador a vender sua participação (parte dela) porquanto o aumento de liquidez das ações tende a valorizá-las. Os investidores, satisfeitos com a expectativa de remuneração, adquirem essas ações, favorecendo sua liquidez.

A distribuição de ações aos próprios funcionários e aos novos consumidores das empresas listadas, cada vez mais numerosos, foram o estopim pela busca dessa modalidade de investimento. Afinal, os dividendos distribuídos eram bastante atrativos dada a crescente produtividade e captação de recursos. Consequência disso foi o aumento de demanda e da liquidez, financiado pelo crescente endividamento dos investidores para a aquisição de ações. Houve verdadeira campanha para que os pequenos investidores, profissionais liberais e assalariados ingressassem no mercado de capitais por meio de aquisição de títulos altamente especulativos e sem valor. Paralelo a isso, novos padrões de segurança do mercado foram adotados pela *NYSE*, a qual aumentou os requerimentos para a listagem de novas companhias, favorecendo a confiança do público no mercado de um modo geral. Diante desse quadro, aliado à publicidade extensiva (“*to make a market, advertise*”²⁵¹) realizada, verificou-se uma explosão

²⁵⁰ Justamente nos níveis mais elevados de governança corporativa se identificou o aumento das ações livremente negociadas no mercado (*free float*), com aumento representativo da dispersão do capital. Vide GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 41-51.

²⁵¹ Two Million Partners Own the Corporations. **The New York Times**. New York: 4 de outubro de 1908. Disponível em <http://query.nytimes.com/mem/archive-free/pdf?res=F00E15FF3C5517738DDDAD0894D8415B888CF1D3>. Acesso em 22 de maio de 2014. O aumento de participação de investidores individuais é demonstrado pelo impressionante crescimento do número de acionistas detentores de ações ordinárias. Os dois milhões de acionistas detentores dessa espécie de ação, em todas as companhias e não só nas ferroviárias, em 1920 transformaram-se em nada menos que dez milhões em 1930. MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company**. New York: Modern Library, 2003. p. 105.

no Mercado de Capitais americano na década de 1920, cujo fim de ciclo se deu com a crise de 1929.²⁵²

No Brasil, os dividendos também assumiram papel relevante. Os legisladores declaradamente expuseram que a L.S.A. foi criada com o intuito de fomentar o mercado de capitais e permitir um ambiente para a grande empresa nacional. Não houve nenhuma timidez em admitir que a “democracia acionária” jamais foi o objetivo da nova legislação. A dicotomia entre acionistas investidores e empresários nunca foi tão clara. Para tanto, optou-se pelo incentivo à emissão de ações preferencias em proporção surpreendente em relação ao capital social (originariamente 2/3) e pela política de dividendo mínimo obrigatório. Se por um lado havia o incentivo ao macro empresário, por outro havia a necessidade de distribuir dividendos mínimos de forma mandatória. A perda do direito político seria “compensada” com o ganho de um direito pecuniário. A instituição do dividendo mínimo visava explicitamente a desenvolver a poupança popular por meio do mercado primário, favorecendo a compra de ações. A isenção de imposto de renda sobre o dividendo recebido vai ao encontro dessa função econômica do dividendo mínimo obrigatório.²⁵³ Portanto, a política de dividendos é um elemento muito ponderado pelo acionista ao optar ingressar no mercado primário. A um, porque lhe permite uma remuneração periódica e adicional (ou compensatória) ao valor de negociação do título. A dois, porque representa a saúde financeira da empresa de que ele objetiva se tornar acionista. Em poucas palavras, companhias que pagam dividendos representam menor risco, abrindo espaço para novos investidores. Especialmente porque avaliar a remuneração de dividendos é muito mais fácil do que avaliar a situação econômica da empresa como um todo.²⁵⁴

O motor da diversificação de investimentos é a mitigação do risco aliada à busca dos melhores retornos. As diversas opções disponíveis no mercado, desde títulos públicos, fundos de renda fixas, câmbio, ações, derivativos, enfim, toda a gama disponível no mercado dá ao investidor a possibilidade de comparar a probabilidade de perda e de ganho com cada alternativa. A remuneração mais vantajosa em determinado período fará com que o investidor opte ou migre para aquele que melhor lhe remunerar. Exemplo disso é a situação ocorrida nos

²⁵² BECHT, Marco; DeLONG, J. Bradford. Why has there been so little block holding in America?. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 650.

²⁵³ LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.: Exposições e Pareceres**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 121.

²⁵⁴ Vide nota 227 para bibliografia sobre os aspectos jurídicos e econômicos dos dividendos. Interessante é a frase da revista *The Economist* em 1887, citada por CHEFFINS: “The shareholders look mainly to the dividend paid and care but little how it may have been earned.” CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British business transformed**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 113. Isso demonstra o peso que os dividendos têm no processo decisório sobre onde alocar os recursos, já que sua avaliação é mais simples do que os demais indicadores financeiros.

anos 60 no Brasil quando os investimentos em títulos públicos não eram corrigidos monetariamente, o que catapultou as negociações com ações.²⁵⁵ A partir desse movimento de compra, quando até os menos informados dão-se conta que a remuneração de um investimento é a mais alta, os ânimos se aquecem e os preços sobem.²⁵⁶ O entusiasmo dos investidores em determinadas ações, aliado ao movimento especulativo, fortifica o movimento de compra. Isso aconteceu nos EUA e no *UK* durante a febre das ferrovias e no período pré-crise de 1929, no Brasil durante a época do Encilhamento,²⁵⁷ sendo responsável por diversas bolhas especulativas no mercado, tal como as crises mais antigas, como a da *South Sea e Compagnie d'Occident*, por exemplo.²⁵⁸

²⁵⁵ Vide parágrafo corresponde à nota de rodapé 39 acima.

²⁵⁶ Como refere o ditado: quando até o porteiro do seu prédio vir discutir com você as vantagens do investimento em ações, é porque está na hora de vender. Ainda, como aconselha HULLS: “*When a trade appears good at predicting a particular market variable, there is a tendency to increase the trader’s limit. We have just argued that this is a bad idea because it is quite likely that the trader has been lucky rather than clever.*” HULL, John C. **Options, futures and other derivatives**. 6ª Ed. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2006. p. 757.

²⁵⁷ A descrição de Machado de Assis na citação de nota 26 acima representa bem o cenário de otimismo que de tempos em tempos se forma no mercado, dando impulso ao movimento de compra e, posteriormente, de venda.

²⁵⁸ Em 1720, a Inglaterra esteve diante da sua primeira bolha especulativa, com o alto crescimento e queda das ações da *South Sea Company*. Em resumo, essa sociedade fora criada em 1711 para operacionalizar o comércio com a América da Sul espanhola. Entretanto, foi, também – ou principalmente –, criada para financiar a dívida britânica (envolvida na guerra da sucessão espanhola). Tanto que em 21 de janeiro de 1720, o parlamento britânico anunciou que a companhia iria assumir toda dívida pública nacional. Para ter-se uma ideia, as ações saltaram de 128 libras em janeiro para 950 libras em julho de 1720. Nesse período, foi aprovada legislação (*Bubble Act* de 1720) que dificultava ainda mais a criação de sociedades anônimas, mediante a necessidade de que todas as companhias (*Joint-Stock Companies*) obtivessem autorização governamental, favorecendo a *South Sea* pela ausência de concorrentes. Em agosto, a especulação desmoronaria e daria espaço para a queda abrupta dos preços das ações para 170 libras, forçando o governo a nacionalizar a sociedade para salvar a economia. Para aprofundar a história da primeira crise do mercado de capitais britânico, confira: MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company**. New York: Modern Library, 2003. p. 31-34. GALBRAITH, John Kennet. **A Shorth History of Financial Euphoria**. New York: Penguin Books, 1994. p. 43-52.

Assim como no *UK* o caso da *South Sea Company* influenciou bastante a estrutura do mercado britânico, situação semelhante ocorreu na França com a *Compagnie d'Occident (Mississippi Company)*. O escocês John Law, juntamente com o Duque de *Orléans*, regente do Rei Luís XV da França, criaram o *Banque Générale* em 1715 (posteriormente transformado no *Banque Royale* em 1718) com o objetivo de recuperar a economia francesa da crise causada por guerras e por extravagâncias ocorridas o reinado do principal monarca absolutista francês, o Rei Luís XV.

O financiamento do Estado era feito a partir da emissão de notas do *Banque Royale* à população, que as utilizava para pagamento de tributos ou conversão em moeda. Evidentemente, a emissão desses títulos deveria vir lastreada na entrada de recursos financeiros. Para tanto, criou-se a *Compagnie d'Occident* para exploração monopolista de supostas minas de ouro existentes na *Louisiana*, EUA e de todo o comércio exterior francês. Converteu-se parte do débito do tesouro em ações da recém-criada companhia, oferecendo-as ao público sob a promessa de grandes dividendos e de preferências para acionistas na aquisição de novas ações. Após o sucesso inicial e o grande movimento especulativo, ao se perceber que a companhia não estava indo atrás de ouro, mas sim do débito francês, a bolha estourou, terminando na falência do Banco e na da Companhia. John Law acabou fugindo da França com um passaporte falso em direção à Bélgica.

A principal diferença entre o caso das companhias *South Sea* e *Mississippi* é que, a despeito de ambas terem sido criadas para financiar a dívida do Estado, o Banco Central inglês (Banco da Inglaterra) sobreviveu à quebra da *South Sea*, ao passo que o Banco Central francês (*Banque Royal*) faliu juntamente com a *Mississippi*.

GALBRAITH, John Kennet. **A Shorth History of Financial Euphoria**. New York: Penguin Books, 1994. p. 34-42. MURPHY, Antoin E. Corporate Ownership in France: The Importance of History. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional**

1.2.2. A ESTABILIDADE DO PODER DE CONTROLE MINORITÁRIO: O QUE PERMITE A DOMINAÇÃO DA MAIORIA PELA MINORIA?

Os investidores e acionistas possuem incentivos ora para vender ora para comprar ações. Mas e os incentivos para exercer o controle? Será que aqueles integrantes do “polo que vende” estão dispostos a perder o controle? E os integrantes do “polo que compra” terão condições e vontade de fazer prevalecer seus votos nas assembleias?

A dinamicidade do mercado de capitais torna cada vez mais relativa a noção de que o interesse econômico é convergente com o poder de controle. O fenômeno da dissociação entre propriedade e controle ganha ingredientes novos que tendem a fortalecer uma minoria organizada, interessada no poder do controle, e a difundir os interesses dos não controladores.

Isso torna cada vez mais atual a célebre distinção entre os acionistas que não se interessam em exercer o controle, comparando-os a príncipes, comerciantes e jogadores. Os primeiros seriam os acionistas que se beneficiam apenas de rendas e dos frutos das muitas ações herdadas de seus familiares e fundadores da empresa. Agem como integrantes da verdadeira monarquia constitucional, exercendo pouco poder e beneficiando-se de muitas vantagens. Os segundos seriam os especuladores, com pouco interesse no desenvolvimento da atividade econômica da sociedade propriamente dito. Seus esforços estão em comprar na baixa e vender na alta, aproveitando-se de oportunidades do mercado para lucrar na negociação das ações. Os últimos, a seu turno, são a evolução dos segundos, com menor interesse ainda na sociedade, preocupando-se apenas em negociar e em apostar no mercado de ações e de derivativos, como se terceiros fossem.²⁵⁹

Resta claro, portanto, que os interesses dos acionistas passam longe de convergirem com o interesse de exercer influência nos negócios da companhia. Cada vez mais o poder de voto vem sendo concentrado nas mãos de poucos acionistas organizados, amparando-se em estruturas jurídicas e no desinteresse dos demais nos próprios negócios da sociedade. A seguir,

Managers. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 191-195. MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company**. New York: Modern Library, 2003. p. 28-31.

Qual a relevância disso a este estudo? Conforme Antoin MURPHY, “*the collapse of fiat money system [pela Compagnie d’Occident] created considerable hostility to banks, credit, and financial innovation*”. Esse receio no mercado financeiro é um dos principais fatores apontados para justificar o seu fraco desenvolvimento, principalmente se comparado com o inglês. MURPHY, Antoin E. Corporate Ownership in France: The Importance of History. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 204.

²⁵⁹ Citação de José de La Vega realizada por GARRIGUES, Joaquim. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Tradução: Norberto Caruso Mac-Donald. Porto Alegre: Sergio Fabris Editora, 1982. p. 25-26.

abordaremos alguns dos fatores determinantes à formação e à estabilidade do controle minoritário e que, em última análise, contribuem para que um acionista exerça efetivamente o controle e obtenha a maioria de votos na assembleia geral, como exige o artigo 116 da L.S.A.

1.2.2.1. *Passividade dos Acionistas e Absenteísmo*

A estrutura das sociedades anônimas foi desenhada a partir de seu capital, e não de seus acionistas. Entretanto, como o exercício dos direitos sobre o capital cabe a pessoas, com interesses e com oportunidades próprios, seu comportamento é determinante quanto a sua estrutura de capital. Isso porque o voto, sendo a mais representativa externalização do poder de escolha, acaba sendo o instrumento pelo qual os acionistas contribuem à formação da vontade social.

A teoria do comportamento do direito e economia (*Behavioral Law and Economics*) sinaliza a importância do estudo do poder de escolha dos indivíduos.²⁶⁰ Elementos relacionados a seus interesses pessoais, a informação a sua disposição, os custos para tomada de alguma ação, e até mesmos fatores psicológicos exercem influência sobre a vontade dos acionistas, de alguma forma ou de outra, acabarão refletindo-se na assembleia geral, seja votando seja se ausentando.²⁶¹

Interessa-nos aqui a passividade dos acionistas em relação à sociedade, pois tal modalidade de comportamento é elemento fundamental à formação do controle minoritário e, se presente em maior grau, do controle gerencial. Enquanto o ativismo dos acionistas é capaz de derrubar administradores e controladores, a inércia dos acionistas torna viável e facilita o exercício do controle por uma minoria organizada. Mas por que alguns acionistas, mesmo tendo investido recursos na sociedade, optam pela posição passiva? Tudo é uma questão de incentivos ou, como afirmou GARRIGUES, uma “realidade psicológica”.²⁶²

A explicação mais óbvia é aquela de que há duas modalidades de acionistas: os empresários-empreendedores e os investidores de mercado.²⁶³ Os segundos estariam interessados apenas nos dividendos e na valorização de suas ações, a ponto de não se interessarem sequer por comparecerem à assembleia geral. Não por outro motivo que o

²⁶⁰ Para estudo da Behavioral Law and Economics Theory, vide SUNSTEIN, Cass R. **Behavioral Law & Economics**. Cambridge: Cambridge Press University, 2000.

²⁶¹ O absenteísmo é uma forma de conduta passiva do acionista de sequer comparecer à assembleia geral.

²⁶² GARRIGUES, Joaquim. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Tradução: Norberto Caruso Mac-Donald. Porto Alegre: Sergio Fabris Editora, 1982. p. 24.

²⁶³ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 193.

professor espanhol referiu que “a assembleia de acionistas é uma comédia bem representada mas que goza de escasso público. Do escasso número de assistentes, porém não de escasso volume de capital (...). A organização democrática fracassou.”²⁶⁴ A idealização das ações preferenciais vem justamente dessa classificação acionária dicotômica. A sociedade anônima, como tipo societário adequado àqueles que tão somente desejam investir – e não trabalhar – seria destinada à passividade de seus membros. Essa explicação, embora verdadeira, não é suficiente, visto que outros aspectos também contribuem à passividade dos acionistas.

A falta de incentivo para participar no processo de formação da vontade social está intimamente relacionada à dispersão acionária, já que, quanto maior a diluição de capital, menor o poder de decisão de cada acionista. Assim, por exemplo, o atingimento de percentuais mínimos para o exercício de alguns direitos de acionistas não controladores restariam dificultados.²⁶⁵ Afinal, por que comparecer a assembleia se a participação acionária não fará diferença? A experiência nos mostra que o comportamento coletivo, a partir da unificação individual e deliberada de vontades, é situação excepcional. Bernard BLACK exemplifica a tendência dos acionistas à passividade em razão de, mesmo após inúmeras brigas por procurações (“*proxy fights*”) ocorridas nos anos 70 nos EUA, a grande maioria das vezes a operação resta frustrada.²⁶⁶

Adicionalmente, os altos custos envolvidos são os principais impeditivos ao ativismo dos acionistas com pequenas participações (em geral aqueles que não integram o bloco de controle ou não são investidores institucionais). O acionista, ao ponderar os custos de votar versus a probabilidade de alteração do cenário a partir de seu voto, prefere simplesmente omitir-se. Esse comportamento, denominado de *free-riding* ocorre justamente porque ao acionista passivo aproveitarão todos benefícios resultantes do ativismo de outros investidores na sociedade, especialmente os institucionais, dada a inquestionável assimetria de condições e interesses. Vale dizer, os acionistas, caso não sejam induzidos, tendem a não participar do

²⁶⁴ GARRIGUES. Joaquim. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Tradução: Norberto Caruso Mac-Donald. Porto Alegre: Sergio Fabris Editora, 1982. p. 24.

²⁶⁵ Pode-se citar, exemplificativamente: o direito de (i) requerer a apresentação dos livros sociais em juízo (mínima participação de 5% do capital social – artigo 105 da L.S.A.); (ii) requerer a adoção do voto múltiplo (mínima participação de 10% do capital social – artigo 141 da L.S.A. – o artigo 291 da L.S.A. permite a redução deste percentual pela CVM em casos de companhias abertas e em função de seu capital social); (iii) ajuizar ação social em face dos administradores em caso de omissão da companhia (mínima participação de 5% do capital social – artigo 159, §4º, da L.S.A.); (iv) requerer a instalação do conselho fiscal (mínima participação de 10% do capital social – artigo 161, § 2º, da L.S.A. – o artigo 291 da L.S.A. permite a redução deste percentual pela CVM em casos de companhias abertas e em função de seu capital social).

²⁶⁶ BLACK, Bernard S. Shareholder Passivity Reexamined. Ann Arbor: **Michigan Law Review**: v. 89, 1990. p. 527.

movimento coletivo caso entendam que: (i) eles serão beneficiados, contribuindo ou não, e (ii) não têm, por si só, condições de alterar o resultado.²⁶⁷

Um pequeno acionista não tem qualquer incentivo para comparecer à assembleia geral ou exercer alguns dos mais caros direitos da minoria: o de informar-se e o de opor-se à deliberação da maioria. Os custos para tomada de decisão ultrapassam o aspecto pecuniário, abrangendo aqueles derivados da obtenção de informações e de tempo. Ao acionista interessado em avaliar com cuidado a prestação e contas da administração, por exemplo, ser-lhe-á necessário a contratação de profissionais especializados, a requisição de informações à companhia ou ao conselho fiscal. O tempo e o custo de transporte à sede da companhia, por exemplo, dificultam sua presença nas assembleias. No caso brasileiro, o custo de envio de procurações a outros acionistas (caso ultrapassada a barreira legal que exige titularidade mínima de 0,5% das ações ordinárias para requerer os endereços dos demais acionistas) inviabiliza completamente o aumento de representatividade. Ainda, a impossibilidade de ingresso de ação social ou de responsabilidade em face do controlador sem necessidade de caução, em que se exige titularidade de ao menos 5% do capital, são fatores determinantes à inércia comportamental. Em outras palavras, o benefício direto de seu ativismo não compensa seu custo; a passividade, pois, torna-se questão de lógica, e não de vontade.²⁶⁸ Não por outro motivo que o Diretor da CVM Marcos Barbosa Pinto referiu: “não devemos censurar ninguém por esse

²⁶⁷ Normalmente, essa situação de *free-rider* é verificada no consumo de bens públicos (“*public good*”), cujas características são (i) não-rivalidade (o consumo do bem por um indivíduo não prejudica seu consumo por outro) e (ii) não-exclusividade (o custo de excluir aqueles que não pagam pelo benefício é muito alto que torna impossível excluí-los). Os “*free riders*” seriam aqueles que se beneficiam do bem a partir do pagamento dos demais sem arcar com qualquer custo, já que os custos de sua exclusão impossibilitam a prestação do serviço. Isso acarreta aumento de custos à operação e é prejudicial do ponto de vista da distribuição de riqueza, pois encarece o serviço àqueles que efetivamente pagaram e permite que alguns desfrutem dos benefícios do serviço sem a devida contraprestação. Confira COOTER, Robert. ULEN, Thomas. **Law and economics**. 5ª Ed. Boston: Pearson, 2008. p. 45-46.

A respeito do *free-riding* em relação ao comportamento passivo de membros de uma coletividade, vide STIGLER, George J. Free Riders and Collective Action: An Appendix to Theories of Economic Regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**. New York: v. 5, nº 2, outono/1974. p. 359-365. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/3003114>. Acesso em 22 de novembro de 2014.

Embora possa arguir que no processo eleitoral político essa situação também seria verdadeira, especialmente naqueles ordenamentos cujo voto não é obrigatório, entendemos que os custos em participar num processo eleitoral civil são significativamente inferiores. Afinal, o eleitor não precisa ir em busca de informações detalhadas, pois o Estado encarrega-se de a fornecer de modo razoável; os custos de deslocamento não exigem a mudança de cidade, como normalmente ocorre numa assembleia geral; e, principalmente, as informações necessárias ao voto político não são técnicas, mas possíveis de avaliação por todos sem maiores esforços.

²⁶⁸ “*Moreover, collective action problems make manager proposals unlikely to fail and shareholder proposals unlikely to succeed, almost regardless of the merits of the proposals. The act of voting, and becoming informed enough to vote intelligently, requires an investment of time, which is a scarce resource. Yet a shareholder's vote is unlikely to affect whether a proposal wins or loses. The cost and futility of becoming informed leads shareholders to choose rational apathy: They don't take the time to consider particular proposals, and instead adopt a crude rule of thumb like 'vote with management'.*” BLACK, Bernard S. Shareholder Passivity Reexamined. Ann Arbor: **Michigan Law Review**: v. 89, 1990. p. 527.

absenteísmo, pois ele é um problema puramente econômico. Comparecer à assembleia normalmente não vale a pena para o minoritário.”²⁶⁹ Como resume CHEFFINS: “*A collective action problem exists when individuals acting in a rational, self-interested manner fail to take steps that would increase the joint welfare of all involved.*”²⁷⁰ A diversificação acionária, do mesmo modo, ao reduzir a participação de um acionista em apenas uma empresa, também contribui a sua passividade.

Assim, podemos concluir que todos esses fatores conjugados exercem uma forte influência no pequeno acionista para permanecer passivo diante da companhia e da vida social. O interesse único em dividendos e na valorização das ações não é resultado de sua condição de acionista não empresário: é o que lhe resta. A democracia acionária tornou-se utópica.²⁷¹

Como meio de mitigar esses prejuízos, o famoso mecanismo de representação nas assembleias surge como alternativa ao absenteísmo dos acionistas, tornando útil (ao menos em tese) o voto daqueles que, dados os desincentivos acima, optam por se afastar das deliberações da companhia.²⁷² A regulação pela CVM do pedido público de procuração, pela Instrução 481 da CVM, veio a favorecer o ambiente de representação acionária, concedendo maior segurança e transparência a essas operações.²⁷³ No Brasil, ainda não são permitidos o envio de votos à distância ou por mecanismo eletrônico, como em outros países. Isso seria importante instrumento a fim de permitir uma maior proximidade entre a companhia e o acionista. No dia 20 de outubro de 2014, a CVM, percebendo a necessidade de promoção de maiores avanços nessa área, disponibilizou para consulta pública uma minuta de instrução justamente com o

²⁶⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2007-11086, Reg. Col. nº 5633/2007, Rel. Diretor Marcos Barbosa Pinto, Ata da Reunião do Colegiado nº 17 de 06.05.2008.

²⁷⁰ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control: British business transformed**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 126-127.

²⁷¹ A professora Lynn STOUT, da Cornell University Law School, chega a afirmar que o apelo pela democracia acionária dá-se mais de forma emocional do que racional, pois a experiência demonstra que os investidores não buscam sociedades que lhe garantam mais direitos. Do mesmo modo, a existência de muitos direitos aos acionistas nos anos 70 e 80 nos EUA não foram o suficientes para evitar grandes crises de corrupção e escândalos. STOUT, Lynn A. *The mythical Benefits of Shereholder Control*. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of Corporate Law**. 2ª Ed. San Francisco: Lexis Nexis, 2011. p. 356-359.

²⁷² Para estudo mais aprofundado dos mecanismos de representação na assembleia, sugerimos a leitura de PONTES, Evandro Fernandes de. *Pedido Público de Procuração (Notas sobre a Representação em Assembleias Gerais de Companhias no Brasil)*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 327-355.

²⁷³ A regulação dessa matéria surgiu nos EUA na década de 30, quando a SEC percebeu que a administração lançava mão desse instituto a fim de se perpetuar no poder, aproveitando-se de sua posição privilegiada em relação a informações dos acionistas. Isso fez com que se incluísse no *Exchange Act* a Seção 14(a), proibindo a comercialização de voto ou o pedido de procuração sem prévia comunicação (*disclosure*) à SEC. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 2ª Ed. New York: Foundation Press: Thomson Reuters, 2009. p. 246-250.

intuito de regular a participação e o voto a distância em assembleias gerais de companhias abertas, demonstrando que esta questão é relevante e se encontra na ordem do dia.²⁷⁴

O artigo 291 da L.S.A.²⁷⁵ ressalta os efeitos derivados do absenteísmo e da passividade dos acionistas à companhia aberta. Segundo o preceito legal, a CVM poderá reduzir os percentuais previstos em lei – vinculados ao exercício de direitos dos acionistas minoritários – em razão da dificuldade que estes acionistas podem enfrentar para exercer seu direito em vista do quórum legal. A valorização do voto do pequeno acionista, sem dúvida, constitui-se em claro incentivo do legislador ao ativismo dos acionistas, especialmente àqueles com pequena participação no capital, tornando mais fácil a aprovação de matérias tocante aos minoritários.²⁷⁶

Já o artigo 136, § 2º, da L.S.A.²⁷⁷ visa justamente a evitar que o absenteísmo venha a prejudicar a companhia e causar o engessamento da via social. Assim, mediante autorização da

²⁷⁴ “A minuta prevê a criação de um boletim de voto a distância, por meio do qual o acionista poderá exercer seu direito de voto previamente à data de realização da assembleia. Ela também propõe prazos, procedimentos e formas de envio desse documento, que poderá ser encaminhado pelo acionista:

1. diretamente à companhia; ou
2. a seu custodiante, caso as ações que detiver sejam objeto de depósito centralizado, ou ao escriturador das ações de emissão da companhia, caso tais ações não sejam objeto de depósito centralizado.”

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. CVM coloca em audiência pública minuta de instrução que regulamenta a participação e votação a distância de acionistas em assembleias gerais de companhias abertas. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/CVM-audiencia-publica-minuta-instrucao-regulamenta-participacao-e-votacao-a-distancia-acionistas-em-assembleias-gerais-companhias-abertas.htm>. Acesso em 12 de janeiro de 2015.

²⁷⁵ “Art. 291. A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas, estabelecida no art. 105; na alínea *c* do parágrafo único do art. 123; no *caput* do art. 141; no § 1º do art. 157; no § 4º do art. 159; no § 2º do art. 161; no § 6º do art. 163; na alínea *a* do § 1º do art. 246; e no art. 277. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)”

²⁷⁶ Inclusive, a CVM publicou a Instrução 324/2000 definiu os percentuais para o pedido de instalação do Conselho Fiscal em menor patamar do que o previsto em lei, em função do capital social da sociedade aberta. Quanto maior o capital, menos o quórum. Assim, restam facilitados os direitos dos minoritários em função da previsão de que, quanto maior o capital, maior a dispersão acionária.

²⁷⁷ “(...) § 2º A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quórum previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Neste caso, a autorização da Comissão de Valores Mobiliários será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quórum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação.”

A importância dessa redução vem amparada justamente nos prejuízos que o absenteísmo pode causar a sociedade, como refere o Diretor da CVM :

“Parece-me, a princípio, que a redução do quórum de aprovação sobre a incorporação pretendida não traz prejuízos à companhia ou a seus acionistas, principalmente porque não compareceram às três últimas assembleias gerais anteriormente realizadas acionistas representando 50% das ações com direito a voto, evidenciando grande desinteresse por parte destes. Em outras palavras, não houve nem acionistas presentes para aprovar ou rejeitar a incorporação da companhia em outra, o que demonstra a incapacidade da companhia em reuni-los em número suficiente para a deliberação qualificada.

Portanto, a fim de evitar que a estagnação, a imobilização das atividades da companhia venha a prejudicá-la, pela postura desinteressada de acionistas que não compareceram à Assembleia Geral, entendo que, no caso concreto, é possível deferir a redução do quórum qualificado previsto no artigo 136 da Lei nº 6.404/76 para 40%, permitindo que os acionistas com direito a voto da companhia possam deliberar a sua incorporação pela Nova América S/A.”

CVM, o quórum qualificado pode ser reduzido em algumas deliberações caso haja (i) dispersão acionária, (ii) a realização de três assembleias sem atingimento do quórum para deliberação aplicável e (iii) demonstração de que a companhia realizou esforços adicionais para estimular a presença dos acionistas nas assembleias.²⁷⁸ Este esforço adicional, exigido a partir de entendimento da CVM, nada mais é do que uma verdadeira repreensão à passividade, seja porque coage os controladores a incentivarem a participação dos demais acionistas seja porque penaliza os acionistas minoritários por sua inércia, ao reduzir o quórum de deliberação para matérias contrárias a seu interesse.

Resta evidente a diferença entre os artigos 291 e 136, § 2º, da L.S.A. Enquanto o primeiro permite a redução de quórum para exercícios dos direitos minoritários, o segundo permite sua redução para deliberações atinentes a questões próprias da sociedade (como incorporação, redução do dividendo, etc.). Ambos, porém, acabam sendo instrumentos para contornar os problemas derivados da pouca participação dos acionistas minoritários nas assembleias.

A questão do comportamento dos acionistas em uma assembleia geral pode ser analisada não somente no âmbito do direito societário, mas também do ponto de vista sociológico. Os fundamentos diversos dos autores acabam se refletindo de um modo curioso no aspecto na nossa análise. Enquanto Émile DURKHEIN entende que a concepção de “fato social” recai sobre a influência que normas e regras externas da comunidade exercem sobre o comportamento dos indivíduos, Max WEBER, a seu turno, indica que a conduta do indivíduo (“ação social”) é

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2002/0567, Reg. Col. nº 3725/02, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, Ata da Reunião do Colegiado nº 40 de 10.10.2002.

²⁷⁸ É o que se pode extrair do seguinte voto do Diretor Otavio Yazbek ao pedido da Mundial S.A., ao dispor que o esforço adicional : “Como acima referido, a CVM consolidou, em uma série de julgamentos passados, posição sobre o tema. É bem verdade, como aponta a Mundial, que a lei acionária estabelece apenas dois requisitos para a redução do quórum de deliberação, a saber: (i) a dispersão das ações em mercado, e (ii) a realização de três assembleias às quais apenas tenham comparecido acionistas correspondentes a uma quantidade inferior ao quórum de deliberação aplicável.

O § 2º do art. 136 não estabelece, no entanto, uma obrigação de autorização, para a CVM. Vale dizer, a outorga da autorização não é compulsória e, a bem da verdade, nem seria lógico que assim fosse – se fosse esse o caso, por que se demandaria uma autorização ao invés de se criar um regime automático para a redução do quórum? Da mesma maneira, o referido dispositivo remete a situações que demandam uma valoração pela CVM. Daí porque se tem falado no exercício de um “juízo discricionário” pela autarquia, quando da decisão sobre a matéria.

Pois bem, foi na análise dos casos que, com o tempo, demandaram decisão da CVM, que se consolidaram alguns entendimentos, definindo-se balizadores para as posições adotadas. E um desses balizadores reside justamente na realização de esforços, pela companhia, para estimular a presença dos acionistas nos conclaves passados. Não se trata de requisito legal, é bem verdade, mas é um norte que, dentro daquele campo de relativa discricionariedade de que dispõe, o Colegiado legitimamente adotou. E este norte, vale frisar, permite alguma previsibilidade para as decisões sobre a matéria.”

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2011/9443 , Reg. Col. nº 7.836/2011, Rel. Diretor Otavio Yazbek, Ata da Reunião do Colegiado nº 40 de 08/11/2011.

aquela determinada por ele (interna) visando à ação dos demais, a partir de ações determinadas pela tradição, afeição, razão ou finalidade. Trazendo tais teorias ao campo do direito societário, podemos dizer que, sob o aspecto de DURKHEIN, as normas dispostas a majorar o poder de voto de acionistas não controladores, como o artigo 291 da L.S.A., podem influenciar a intenção do sócio em participar da assembleia geral. Já segundo a visão de WEBER, o hábito do acionista minoritário não participar de assembleias (tradição), os altos custos envolvidos (razão) e o problema do *free-rider* (finalidade), são exemplos da aplicação da teoria sociológica de WEBER ao comportamento dos acionistas nas assembleias gerais.²⁷⁹

Sem dúvida alguma, a questão do absentismo e da passividade dos acionistas, pouco importante às companhias com controlador majoritário, torna-se cada vez mais relevante. Afinal, o ativismo da minoria e a passividade da maioria são os ingredientes ideais ao surgimento do controle minoritário. Em companhias com capital disperso e com um controlador minoritário, a grande massa de acionistas passivos pode, em conjunto e em tese, ameaçar a posição de controle. Entretanto, os incentivos à passividade, especialmente os de ordem financeira descritos acima, preponderam sobre os benefícios do ativismo e sobre a dificuldade de quebrar este óbice inerente ao comportamento humano. Novas formas de votação, como o sistema de voto à distância, ou de incentivo à participação dos acionistas nas assembleias certamente influenciarão o modo com que o acionista controlador, especialmente o minoritário, comporta-se frente aos demais acionistas. Isso poderá influenciar a forma como se dá a relação entre acionista controlador minoritário – dependente da posição de absentismo – e os pequenos acionistas não controladores. E em relação aos grandes investidores?

1.2.2.2. *Investidores institucionais*

Até o passado recente os investidores institucionais não desempenhavam um papel proativo na condução dos negócios das companhias, limitando-se a perceber dividendos e, quando muito, a fiscalizarem os administradores.²⁸⁰ Retornando um pouco no tempo, no início

²⁷⁹ Para mais detalhes introdutórios sobre a obra de WEBER e de DURKHEIN, vide TOMAZI, Nelson Dacio (Coord.). **Iniciação à Sociologia**. São Paulo: Atual, 1993. A respeito das diferenças entre os pensamentos dos referidos sociólogos, confira SMELSER, N. The Comparative Strategies of Emile Durkheim and Max Weber: Between Positive and Interpretative Social Sciences. In: SMELSER, Neil. **Comparative Methods in the Social Sciences**. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 1976.

²⁸⁰ Em 1994, Mark Roe escreveu que: “today, institutional investors are criticized for avoiding an active role in corporate boardrooms. Although insurance companies, for most of the century the second-largest institution in aggregate assets, would be plausible players as active investors with boardroom presence, they have been inactive investors.” ROE, Mark J. **Strong Managers Weak Owners: the political roots of American corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 1994. p. 61.

do século XX, as companhias seguradoras vinham cada vez mais chamando a atenção do mercado devido à crescente participação em outras sociedades, inclusive em bancos comerciais.

Nos Estados Unidos da América, em 1905, após um escândalo envolvendo um *trust* de seguradoras, a opinião pública e o governo americano forçaram a edição de legislações visando a restringir a atuação dessas sociedades, atingindo, de um modo geral, todos os demais investidores institucionais. A quebra da bolsa em 1929, por exemplo, escancarou a necessidade de maior regulação sobre o setor. A proibição de comercialização de produtos e de participação significativa, bem como a imposição de passividade nas sociedades investidas, por meio de legislações ocorridas entre 1905 e 1940 foram determinantes para essa passividade.²⁸¹ Citamos como exemplo a criação da *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)* e a exigência da *NYSE* de regras mais exigentes em relação à divulgação de informações contábeis e financeiras das sociedades listadas.²⁸²

Todavia, recentemente, os investidores institucionais vêm cada vez assumindo uma posição de protagonismo no mercado de capitais em todo o mundo.²⁸³ O aumento de seu ativismo e influência na sociedade acarreta consequências imediatas em toda a estrutura da sociedade anônima, seja em relação a sua estrutura de poder seja em relação ao exercício do direito de informação e fiscalização. Consideram-se investidores institucionais aquelas pessoas jurídicas que, com a autorização de órgãos governamentais (CVM, BACEN, Secretaria de Previdência Complementar, etc.), captam ou gerenciam recursos do público para investi-los de forma profissional.²⁸⁴

²⁸¹ ROE, Mark J. **Strong Managers Weak Owners: the political roots of American corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 1994. p. 60-81.

²⁸² MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company**. New York: Modern Library, 2003. p. 114.

²⁸³ Na Itália, entre os anos 1905 e 1907 verificou-se uma grande expansão na Bolsa de Milão, puxada pela forte expansão industrial à época. Com a crise em 1907, a situação agravou-se também em razão da ausência de regulação sobre o mercado de capitais italiano, fazendo com que em 1913 fosse editada a primeira norma limitando a compra de ações por instituições financeiras. No período entre guerras e até os anos 1980, a situação manteve-se estável, com variação não muito significativa do número de empresas listadas, merecendo destaque a criação, em 1974, da *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)*. Entretanto, a partir dos anos 1980, a crescente participação dos já apresentados investidores institucionais, principalmente fundos de investimentos fez com que houvesse um verdadeiro *boom*²⁸³ no mercado italiano. Ainda, as privatizações ocorridas nos anos 1990 também foram uma das grandes responsáveis pela considerável capitalização da bolsa, que no final dos anos 1990 atingiu o valor de 90% do produto interno bruto italiano. **IL BOOM dei Fondi comuni di investimento. Borsa Italiana.** Disponível em <http://www.historytour.it/?idp=s&ids=7&iddoc=85&tipodoc=articolo>. Acesso em 24 de junho de 2014. AGANIN, Alexander; VOLPIN, Paolo. The History of Corporate Ownership in Italy. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 336.

²⁸⁴ MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle as Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 217-262.

Sua participação no mercado vem crescendo vertiginosamente desde a década de 50 nos EUA. Nesta década, tais investidores eram titulares de 6% das ações no mercado; em 1970, 18%; em 1990, 37%; e, 2009, 66%. 76% das ações do *Google*, por exemplo, são detidas por instituições. Já no *Wal-Mart* e na *General Motors*, 35% e 49%, respectivamente.²⁸⁵

Diante desses fatos, não se pode furtar de discutir a importância desses investidores institucionais e os motivos que os levaram a participar mais nos negócios das companhias, seja por meio de participação acionária seja por meio da obtenção do controle. Com efeito, GILLAN e STARK, em estudo publicado em 2007, apontaram o crescimento do ativismo dos investidores institucionais nos EUA, referindo que, enquanto em 1953 tais investidores detinham 10% do capital de outras sociedades, em 2006 essa participação atingia o percentual de 70%. Paralelo a esse crescimento, verificou-se que tais investidores começaram a exercer e a fazer impor suas decisões nos órgãos da companhia, principalmente em questões relacionadas à transferência de controle, governança corporativa e fiscalização dos administradores.²⁸⁶ Isso sem dúvidas é fator crucial para a alteração do então “dogma” do controle gerencial e do mercado diluído americano.²⁸⁷

²⁸⁵ FAIRFAX, Lisa M. **Shareholder Democracy**: a primer on shareholder activism and participation. Durham: Carolina Academic Press, 2011. p. 47. GILLAN, S. L., STARKS, L. T. **A survey on shareholder activism: motivation and empirical evidence**. Contemporary Finance Digest, v. 2, n. 3, outono. p. 10-34. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=663523>. Acesso em 18 de janeiro de 2015.

²⁸⁶ GILLAN, Stuart; STARKS, Laura. The Evolution of Shareholder Activism in the United States. **Journal of Applied Corporate Finance**: a Morgan Stanley Publication. Malden: v. 19, nº 1, winter/2007. p. 56. p. Disponível em <http://www2.mcombs.utexas.edu/faculty/laura.starks/gillanstarksjacf.pdf>. Acesso em 07 de maio de 2014.

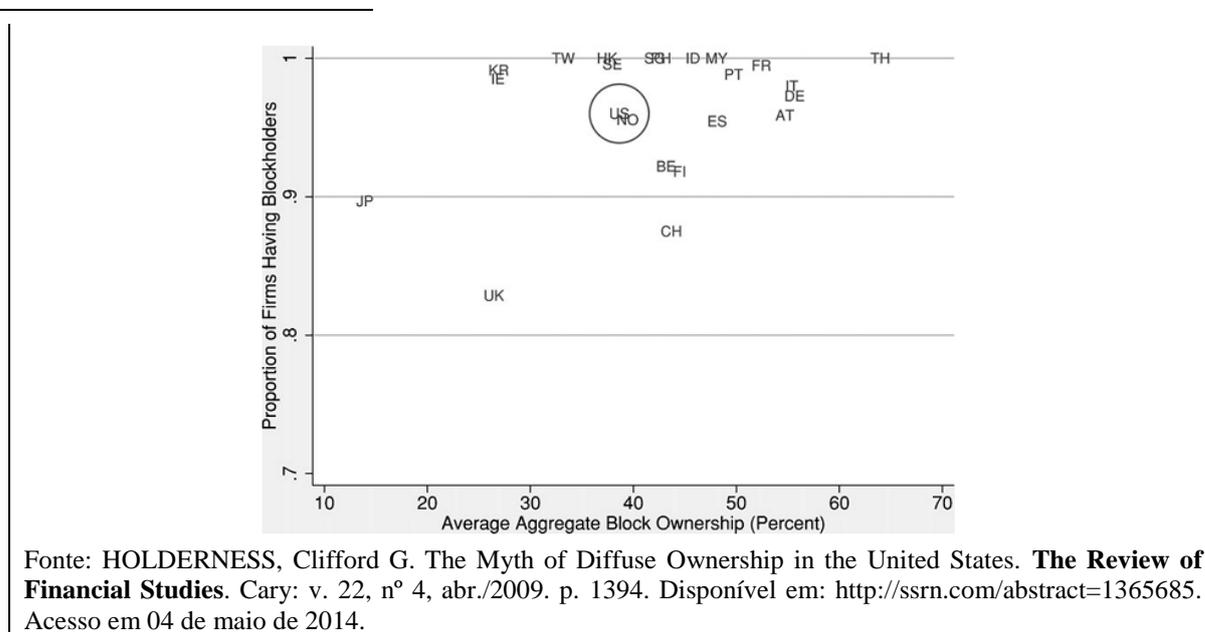
²⁸⁷ Mesmo demonstrado que a estrutura de propriedade do mercado de capitais americano é consideravelmente disperso com predominância do controle gerencial, deve-se referir que recentes estudos põem em cheque essa assertiva.

Em artigo publicado em 2009, HOLDERNESS demonstra que a estrutura acionária dos EUA é similar ao do resto do mundo. Conforme tabela 4 abaixo, pode-se comparar proporção de sociedades com bloco de controle definido em relação à média de ações ordinárias integrantes desse bloco em diversos mercados. Apontou-se que 96% das sociedades pesquisadas possuem um bloco de controle, detendo, em média, 39% das ações com direito a voto.

Tabela 3

Proporção de sociedades com bloco de controle definido em relação à média de ações ordinárias integrantes desse bloco em diversos mercados do mundo

No Brasil, o desenvolvimento de nosso mercado de capitais, especialmente quanto aos avanços nos níveis de governança corporativa inaugurados pelos segmentos de listagem da BM&FBovespa, também ocasionou mudanças relevantes em relação a esses investidores. A Resolução 460 do CMN, de 1978, por exemplo, obrigou que os fundos de pensões investissem ao menos 20% de seus recursos no mercado de ações, antes limitados a imóveis e financiamentos. No período de privatizações, grandes investidores também acabaram sendo titulares de grandes blocos de ações.²⁸⁸ Segundos dados da primeira quinzena de janeiro de 2015, do volume total de negociação, os investidores institucionais representaram 13,09% (em compras) e 14,38% (em vendas) em participação do mercado.²⁸⁹ Isso sem considerar o capital estrangeiro.



Portanto, vê-se que até mesmo nos EUA o controle minoritário assume posição de destaque como modalidade a ser estudada, mesmo que de modo controverso.

CHEFFINS e BANK, em estudo da evolução da dissociação entre propriedade e controle, concluíram que: *“While there clearly has never been a total divorce between ownership and control in U.S. public companies, the premise so commonly associated with Berle and Means is more than a “pseudofact” or “myth”. Studies of the largest U.S. public companies extending back at least to the 1960s generally show that, while blockholders are by no means unknown, the typical very large firm lacks a shareholder owning a dominant stake. The largest companies are very much giants among their corporate brethren. As a result, a separation between ownership and control remains an appropriate reference point for those seeking to come to terms with the historical development of U.S. corporate governance and current arrangements in public corporations.”* CHEFFINS, Brian R.; BANK, Steven A. Is Berle and Means Really a Myth? **ECGI - Law Working Paper**. Brussels: n° 121/2009, mar./2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1352605>. Acesso em 03 de junho de 2014.

²⁸⁸ Vide item 1.1.1.4 acima.

²⁸⁹ Conforme BM&FBOVESPA. **Participação dos Investidores (acumulado)**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/renda-variavel/BuscarParticipacaoInvestimento.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em 17 de janeiro de 2015:

Tabela 4 - Participação dos Investidores no Mercado brasileiro em 2015

Tipos de Investidores	Compras		Vendas	
	R\$ Mil	Part. (%)	R\$ Mil	Part. (%)
Pessoa Física	8.225.297,00	7,17	7.699.098,00	6,71

Dada a significativa participação de tais investidores, é evidente que seu comportamento tem capacidade de influenciar as deliberações sociais e, especialmente, o acionista controlador. Isso não significa que seu poder de influência nos negócios da companhia, como a possibilidade de eleger membros do conselho de administração ou fiscal, por exemplo, será utilizado em desfavor da companhia ou do bloco de controle. Não perdendo de vista que o principal objetivo dessas instituições é a valorização de seus ativos, verifica-se que muitas vezes esse grupo de investidores atua como verdadeiro mediador entre os interesses envolvidos na sociedade. A promoção de um monitoramento mais qualificado que o dos pequenos investidores e a atuação contra a má administração do controlador são exemplos de comportamentos que visam a reduzir os custos de agência e, em tese, beneficiar todos os acionistas.²⁹⁰

A despeito de sua capacidade de agir, a história nos mostra que a tendência dos investidores institucionais também é a passividade.

Como menciona CHEFFINS, muitos acionistas entendem, não sem razão, que a exteriorização de problemas internos da companhia resultantes da intervenção mais efetiva dos acionistas, acabaria por desvalorizar a companhia, a última coisa que eles desejam.²⁹¹ Já a venda de suas ações pode representar uma queda vertiginosa de seu valor, dado o volume envolvido.²⁹² Os custos para tomada de medidas contra administração ou tomada de controle, igualmente, conquanto menos significativos se comparados aos de pequenos investidores, não é desprezível. O receio de retaliações por meio de órgãos políticos, como o Estado ou como os sindicatos, desincentiva a tomada de atitudes impopulares, mesmo que necessárias, favorecendo a inércia desses grandes grupos.²⁹³

Institucional	15.005.020,00	13,09	16.486.030,00	14,38
Inves. Estrangeiro	30.642.640,00	26,72	30.207.074,00	26,34
Emp. Priv/Publ.	757.074,00	0,66	312.186,00	0,27
Instit. Financeiras	2.660.938,00	2,32	2.627.926,00	2,29
Outros	42.306,00	0,04	960	0

²⁹⁰ FAIRFAX, Lisa M. **Shareholder Democracy**: a primer on shareholder activism and participation. Durham: Carolina Academic Press, 2011. p. 49.

²⁹¹ CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**: British business transformed. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 128.

²⁹² Em analogia à famosa frase “grande demais para quebrar” (“*too big to fail*”), podemos dizer que os investidores institucionais são grandes demais para vender.

²⁹³ Exemplo da possibilidade real desses acionistas tomarem à frente do controle de empresas até então controladas por administradores é o caso envolvendo a Cadbury Schweppes, empresa no ramo alimentício e de bebidas sediada em Londres. Nelson Peltz, fundador do fundo hedge Trian Fund Management, começou a adquirir ações da Cadbury Schweppes em 2006 e, em 2007, quando já detinha 3% das ações, começou a pressionar à administração a separar as operações de bebidas das de alimentos, o que era apoiado por aproximadamente um terço do acionistas. Dois dias após, a administração da companhia divulgou que as operações seriam segregadas. CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**: British business transformed. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 396. Para maiores detalhes da operação, cf. WIGGINS, Jenny. The inside story of the Cadbury takeover. **Financial Times**. New York: 12 de março de 2013. Disponível em

Por outro lado, a partir especialmente dos anos 2000 no Brasil, viu-se que alguns investidores institucionais assumiram papel proativo perante a companhia, especialmente em razão do aumento de regulação, com normas, legais ou não, de divulgação de informações e de monitoramento da diluição acionária. Entretanto, a tendência à diluição de capital valorizou o poder desses investidores, fazendo-os terem mais condições de participar da administração da sociedade. A força potencial dessas instituições, antes limitada a questões de oposição ao controlador ou de monitoramento, permitem-nas inclusive exercer o controle elas próprias.

Conforme mencionado acima, das 28 companhias com controle minoritário identificados por MARTES, a representatividade de acionistas institucionais atinge a uma participação média no capital dessas sociedades de 7,75%, sendo que sua representatividade em número de acionistas apenas está abaixo a de acionistas pessoas físicas. Nesse sentido, nessas sociedades, em média, há 3.838 acionistas, sendo 3.152 acionistas pessoas físicas, 435 investidores institucionais e 252 acionistas pessoas jurídicas.²⁹⁴

O ativismo desses investidores, por deterem participação expressiva, pode colocar em cheque a posição do acionista controlador. Cita-se o papel atuante entre a L. Par e o BTG Pactual na disputa de controle da Usiminas, em que o primeiro logrou êxito em obtê-lo na Assembleia Geral Extraordinária realizada em 06/04/2015.²⁹⁵ Ainda, cita-se o exemplo da mesma L. Par que, ao votar vencida na alteração do objeto social da CELESC, exerceu seu direito de recesso, fazendo a companhia voltar atrás dado a estimativa do custo para reembolso das ações da L. Par, que atingiria 200 milhões de reais.²⁹⁶ Todavia, tais grupos não buscam na maioria do caso exercer o controle direto sobre grandes companhias abertas, preferindo participar indiretamente do capital e por meio de estrutura piramidal, insurgindo-se contra questões pontuais. Afinal, a diversificação é inerente a sua estratégia de investimento e os custos para tomada e manutenção do controle são expressivos.²⁹⁷ O objetivo de um plano de previdência não é administrar uma siderúrgica, mas sim lucrar com ela. Vide a BFR S.A., cuja composição acionária tem como maiores acionistas – não controladores – a PREVI - Caixa de

<http://www.ft.com/intl/cms/s/2/1e5450d2-2be5-11df-8033-00144feabdc0.html#axzz35Jhmds5p>. Acesso em 21 de junho de 2014. Acesso em 22 de junho de 2014.

²⁹⁴ Vide nota de rodapé 86

²⁹⁵ RIBEIRO, Ivo *et al.* Marcelo Gasparino é eleito presidente do conselho da Usiminas. **Valor Econômico**, São Paulo, 07 de abril de 2015.

²⁹⁶ Celesc desfaz mudança de estatuto. **Valor Econômico**, São Paulo 29 de março de 2012.

²⁹⁷ BLACK, Bernard S., Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice. **University of California Los Angeles Law Review**. Los Angeles: v. 39, 1992. p. 811-893. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1132082>. Acesso em 17 de janeiro de 2015.

Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil, Fundação Petrobras de Seguridade Social – PETROS.²⁹⁸

O caso da Usiminas, todavia, pode indicar que tal atitude esteja com os dias contados.

Portanto, grandes investidores acabam por exercer muito mais a função de monitoramento do acionista controlador do que de exercerem o controle propriamente dito, favorecendo boas práticas de governança corporativa. Quando o exercem, em regra o fazem por meio de controle compartilhado e minoritário. Investidores institucionais não tendem a exercer o controle na modalidade majoritária, justamente em vista da diversificação de seus investimentos. Mesmo que o ativismo desses investidores seja em parte decorrência da diluição da propriedade, sua existência não chega a por em cheque a estrutura de controle das sociedades abertas com controle minoritário, já que sua atuação dá-se muito mais no campo da fiscalização do que no do mercado de controle. O controle minoritário, pois, está intimamente vinculado às instituições que investem no mercado de capitais. A um, porque favorecem seu surgimento. A dois, porque eventual exercício do controle por fundos de investimentos, das mais diversas modalidades, será aquele por participação minoritária.²⁹⁹ Os investidores institucionais podem não ser um fator de estabilidade ao acionista controladora minoritário, mas o são em relação ao controle minoritário, porquanto dificilmente eles mesmos buscam assumir o poder de controle e, considerando sua participação, podem servir como fator de estabilização ao controle.

1.2.2.3. *Derivativos*

O mercado financeiro e de capitais sofreu uma grande revolução nos últimos anos. A negociação de derivativos na bolsa de valores e no mercado de balcão deu um novo significado

²⁹⁸ Tabela 5 – Participação dos Acionistas na BRF S.A.

Nome	%ON	%Total
Fundação Sistel de Seguridade Social	0,85	0,85
Petros - Fundação Petrobras de Seguridade Social	12,49	12,49
Fundação Valedo Rio Doce de Seg. Social - Valia	1,02	1,02
Blackrock Inc.	4,98	4,98
Tarpon Gestora de Recursos S.A.	10,49	10,49
Previ – Caixa Previdência Funcionários Banco Do Brasil	11,49	11,49
Outros	57,91	57,91
Ações Tesouraria	0,59	0,59
Total	100,00	100,00

Fonte: BM&FBOVESPA S.A. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas>. Acesso em 20 de junho de 2015.

²⁹⁹ MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhia listadas no Novo Mercado**. 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 65.

a esses instrumentos, sem falar nas diversas modalidades de negociação disponíveis aos investidores, como aluguel de ações, venda a descoberto, etc. Embora antigos, apenas com o desenvolvimento tecnológico sua negociação ocorreu em grandes volumes.³⁰⁰ É relevante ao presente estudo a relação existente entre os derivativos e a falta de interesse dos acionistas nos negócios da companhia. Nunca demais referir que quanto mais acionistas sem interesse na sociedade, maior a chance de um acionista minoritário assumir o poder.

Ao invés de o investimento dar-se em função do objeto social da empresa, o investimento dá-se por motivos completamente diversos: a possibilidade de negociação de instrumentos derivados das ações. Surge uma nova possibilidade aos “jogadores” no mercado, como diria José de La Viega. Acionistas completamente desinteressados na companhia começam a lançar mão de uma gama cada vez maior oportunidades no mercado para negociar ações com o menor interesse possível exercer o controle sobre sua propriedade. A compra de uma ação combinada com a negociação de opção futura para o mês subsequente torna absolutamente impensável que este acionista exprima qualquer esforços para participar da vida social. O lançamento de uma opção de venda a descoberto ainda mais. O mesmo acontece com diversas outras possibilidades disponíveis no mercado, como aluguel de ações.

Basicamente, “*a derivative can be defined as a financial instrument whose value depends on (or derives from) the values of other, more basic, underlying variables,*”³⁰¹ negociados no mercado futuro. Esses ativos subjacentes vão desde *commodities*, títulos financeiros, câmbio e, claro, ações. Sua característica principal é a possibilidade de negociação da expectativa do valor do ativo subjacente, permitindo desde a administração do risco até a criação de novos. Daí porque “os instrumentos derivativos têm a função precípua de criarem novas maneiras de transferência e alocação de riscos entre os participantes do mercado.”³⁰² HULL diferencia as três principais finalidades dos derivativos de acordo com os tipos de

³⁰⁰ A criação da Bolsa de Chicago, em 1973, foi um marco indispensável a esses instrumentos. O desenvolvimento do modelo de precificação das opções por Fischer Black and Myron Scholes, nesta mesma época, revolucionou esse mercado, elevando o mercado de Chicago ao principal centro de negociação. Sua vinculação à economia e às finanças tornam-nos um ativo altamente dinâmico, capaz de modificar-se e de transformar-se continuamente. Para a história do desenvolvimento dos derivativos, vide CHANCE, Don M. *A Brief History of Derivatives*. In: CHANCE, Don M. **Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy**. 2º Ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2008. p. 7-15.

³⁰¹ HULL, John C. **Options, futures and other derivatives**. 7ª Ed. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2007. p. 1. LYNCH, Timothy E. *Derivatives: A Twenty-First Century Understanding*. **Loyola University Chicago Law Journal**. Chicago: v. 43, 2011. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1785634>. Acesso em 22 de novembro de 2014. FIGUEIREDO, Antônio Carlos. **Introdução aos derivativos**. 2. ed. São Paulo: Thomson: Cengage Learning, 2005. YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 106.

³⁰² EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 119.

negociadores (“traders”): os *hedgers*, os arbitradores e os especuladores.³⁰³ ³⁰⁴ Os principais derivativos são os contratos futuros, contratos a termo, contratos de opções e contratos *swaps*.³⁰⁵

Os *hedgers* seriam aqueles negociadores que utilizam os derivativos para proteção, reduzindo os riscos nas negociações com outros títulos ou instrumentos.³⁰⁶ Enquanto os *hedgers* almejam evitar exposição ao risco, os especuladores utilizam esse instrumento justamente para “apostar” na tendência de alta ou de baixa do mercado. Justamente por se tratarem de valores negociados a preço futuro, a margem de especulação disponível aumenta consideravelmente dada a complexidade de fatores que pode influenciar a sua variação com o tempo.³⁰⁷ Os arbitradores, a seu turno lançam mão dos derivativos para aproveitar as diferenças de preço em dois mercados simultaneamente.³⁰⁸

Os derivativos no Brasil possuem natureza jurídica de valor mobiliário desde o advento da Lei Federal nº 10.303/2001, que alterou a redação do artigo 2º da Lei Federal nº 6.385/1976. Anteriormente à alteração legislativa, sua natureza jurídica variava em função do ativo subjacente, isto é, se ativo financeiro ou valor mobiliário, sendo fiscalizado pela CVM ou pelo BACEN de acordo com a sua natureza. A partir da alteração, a competência passou integralmente para a CVM.³⁰⁹

Tem crescido a preocupação em alguns mercados da possibilidade de utilização de derivativos para ocultar a titularidade do acionista de fato. Abre-se a chance para a compra de

³⁰³ HULL, John C. **Options, futures and other derivatives**. 7ª Ed. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2007. p. 9-10. Vide ainda YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 107-109.

³⁰⁴ Em nenhuma hipótese o termo especulador aqui deve ser compreendido no sentido pejorativo ou com tom de crítica ou de repreensão. Seria tolice não reconhecer sua importância como promotor de liquidez e de valorização do mercado.

³⁰⁵ Para explicações sobre cada modalidade de derivativo, vide as referências citadas na nota de rodapé 301 acima.

³⁰⁶ Um investidor preocupado com a baixa de 100 ações que detém (valor atual: R\$30,00), pode comprar uma opção de venda (*put*) ao preço de (R\$1,00) cada, cujo preço de venda (*strike*) corresponde ao limite que ele pode suportar (valor máximo tolerável: R\$28,00). Dessa forma, embora ele tenha o custo de comprar as opções (R\$100,00), ele garantirá que o preço mínimo de venda (valor do *strike*) em caso de queda, sem prejuízo de lucrar em caso de alta. Tal operação de *hedge* funcionaria como um seguro para redução do valor de mercado da ação.

³⁰⁷ Um investidor apostando na alta de uma ação nos próximos meses (preço atual: R\$30,00), compra 100 opções de compra (*call*) pelo preço de 1,00 cada com valor de *strike* em 32,00 para daqui 4 (quatro) meses. Se no momento de exercício do *call* a ação está sendo negociada a 35,00, o lucro do investidor corresponderá à diferença entre o preço de mercado da ação (R\$35,00) e o preço do exercício da opção (R\$32,00), descontado o valor da aquisição das opções (R\$1,00) multiplicado pelo número de ações. Neste caso, ele lucraria R\$200,00 $((35-32-1) \times 100 = 200)$.

³⁰⁸ Exemplo citado por HULL é o de um investidor que verifica que a mesma ação é negociada em Londres por £100,00 e em Nova Iorque por US\$200,00, sendo que a taxa de conversão é de US\$2,03 por libra. Assim, o investidor poderia facilmente comprar as ações nos EUA e as vender em Londres, lucrando 0,03 centavos por ação devido à diferença de câmbio. HULL, John C. **Options, futures and other derivatives**. 7ª Ed. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2007. p. 14.

³⁰⁹ EIZIRIK, Nelson *et al.* Mercado de Capitais - Regime Jurídico. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 117-122.

votos, quebrando de vez a máxima do sistema de equilíbrio do direito societário: a distribuição de risco. A cada ação corresponde um voto justamente porque os titulares de mais ações expõem-se a mais riscos, sendo razoável conceder-lhe maior poder decisório na estrutura de poder das sociedades. Afinal, *“the case for the one share, one vote rule turns primarily on its ability to match economic incentives with voting power [...]”*.³¹⁰

A possibilidade de cessão apenas do direito de voto, independentemente da cessão do benefício pecuniário do título possui consequências de difícil imaginação.³¹¹ Nos EUA já se verificou a realização de uma operação de aquisição por meio de contratos *swaps* por um fundo *hedge*. Os instrumentos derivativos permitiram que o fundo, controlador da companhia adquirente, realizasse a aquisição da companhia alvo (da qual o fundo também era acionista) mediante oferta pública com ágio significativo em relação ao preço de mercado. Isso possibilitou o recebimento de um prêmio elevado na aquisição das ações da companhia alvo, que o próprio fundo determinou por ser controlador da companhia adquirente. A desvalorização das ações da companhia controladora, pela realização da oferta com ágio, estava devidamente coberta por meio de contratos de *swaps*. Em suma, a aquisição deu-se sem nenhum risco financeiro ao titular dos derivativos, com prejuízo aos demais acionistas da companhia adquirente.³¹²

³¹⁰ KRAAKMAN, Reinier; BLACK, Bernard S. A Self Enforcing Model of Corporate Law. **Harvard Law Review**. Cambridge: v. 109, p. 1911-1982, 1996. p. 1942.

³¹¹ TRAJANO VALVERDE entende ser inviável a cessão do direito de voto, especialmente em vista da intrínseca relação entre o título e os direitos dele advindos, de modo que apenas a lei poderia admitir essa possibilidade. O mesmo valeria para convenções de voto. VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1937. p. 332-333. A posição de VALVERDE, ainda sob a égide do Decreto 434, de 1891, hoje não mais persiste. Em nossa opinião, por não ser o direito de voto sequer direito essencial do acionista, não há motivos para sua íntima vinculação ao titular da ação, mas ao seu portador. Ademais, a própria L.S.A. admite, como previsto no seu artigo 118, os acordos de voto, bem como o artigo 116, alínea “a”, da L.S.A. menciona expressamente o termo “titular de direitos de sócio”, com claro intuito em afastar do conceito de controlador o acionistas. Se até mesmo o controlador pode ser não acionista, porque o acionista não controlador não poderia ceder seu voto?

³¹² *“A new trading tactic that could tip proxy fights and takeover battles has emerged from the shadows of the hedge fund industry, igniting outrage among some investors and corporate governance experts. The tactic is a complex hedging technique that allows an investor to buy a voting stake without actually holding an economic interest in the company. While Wall Street has long speculated about such a tactic, it was not until this week that the first signs of such a strategy were disclosed amid a takeover fight for King Pharmaceuticals, a generic drug maker, by its larger rival, Mylan Laboratories. The Perry Corporation, a New York-based hedge fund, owns seven million shares of King, hoping to profit from the spread between the price Mylan offered for King shares, \$16.49, and King's actual share price, which closed yesterday at \$12.42. If the deal is completed, Perry stands to make over \$28 million, based on figures in a filing with the Securities and Exchange Commission on Tuesday. Perry appears to have set up a sophisticated swap trade with Bear Stearns and Goldman Sachs so that it now controls about 10 percent of Mylan's votes, with limited or no exposure to fluctuations in Mylan's share price. While the language in the filing is O.P.Aque, Perry seems to have accomplished this by buying 26.6 million shares of Mylan while having Bear Stearns and Goldman Sachs sell the same number of shares short, removing any risk for either side.”* SORKI, Andrew Ross. Nothing Ventured, Everything Gained. **New York Times**, New York, 2 de dezembro de 2004. Disponível em

A dissociação do controle e da propriedade no controle minoritário era caracterizada pela concentração de controle no acionista controlador e pela propriedade (e risco de perdê-la) distribuída entre todos os acionistas. Agora, é possível inclusive que o risco seja transferido por meio de instrumentos derivativos, tornando o acionista controlador imune a eventuais prejuízos financeiros que ele mesmo deu causa em vista da posição de controle.³¹³ A dissociação entre propriedade e controle torna-se mais fácil e barata.

Os derivativos ainda permitem que o controlador oculte sua posição de controle, negociando contratos de *swaps* com a negociação do direito de voto entre acionistas de companhias diversas.³¹⁴

Diante dessas noções meramente introdutórias, pode-se observar que os instrumentos derivativos, especialmente quando utilizados por especuladores e arbitradores, permitem uma nova modalidade de interesse na negociação de ações. Ao invés de acionistas envolvidos nos negócios da companhia, abre-se espaço para mais uma possibilidade de investimento especulativo. Aquele acionista investidor que antes adquiria ações preferencias para não exercer o voto, agora também opera com ações ordinárias com objetivos totalmente desligados daqueles que se imaginaria de um titular de ação de direito de voto.

O avanço dessas modalidades de investimento, ligados à titularidade acionária, mas com desvinculação completa do interesse de tornar-se acionista reforça a massa de investidores que ocupam a posição de acionistas, sem exercer a função a eles facultada (o exercício do direito de voto) ou deles esperada. Uma das consequências é que quanto mais “jogadores”, mais fácil para uma minoria organizada assumir o controle, dando relevância ainda maior ao controle minoritário.

http://www.nytimes.com/2004/12/02/business/02place.html?pagewanted=print&position=&_r=0. Acesso em 23 de novembro de 2014.

³¹³ Qualquer acionista poderia lançar mão dos instrumentos derivativos para mitigar o seu risco ou para alienar o direito de voto, mas a situação torna-se mais grave quando o controlador, justamente por ainda manter a posição de controle (dissociado da propriedade), exime-se do risco e do custo que ele mesmo deu causa.

³¹⁴ A ocultação de controle normalmente se dá por meio de contratos de *swaps*, em que de um lado se vendem os direitos de uma companhia e se compram de outros, e o outro lado o inverso. Assim, cada parte lucraria a diferença da valorização ou desvalorização da ação de acordo com a posição comprada (*long*) ou vendida (*short*). Os direitos de voto também podem ser negociados conjuntamente. Por exemplo, A compraria os direitos advindos da variação positiva da Petrobrás, cuja titularidade é de B, enquanto B das ações da Vale do Rio Doce, cuja titularidade é de A. Se A fosse controlador da Vale do Rio Doce e B da Petrobrás antes da operação, durante o contrato de *swap* (se as ações integrantes do contrato fossem todas), a posição de controle inverter-se-ia. Para mais detalhes, consulte MONGA, Anish. Using Derivatives to Manipulate the Market for Corporate Control: 12 **Stanford Journal of Law, Business & Finance**. Palo Alto: v. 12, n° 1, fall/2006. p. 186-219. NARDI, Eugenio De; TONELLO, Matteo. Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests. **The European Series**. Bruxelas: n° 9, jul./2010. Disponível em <https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=DN-009-10.pdf&type=subsite>. Acesso em 23 de novembro de 2014.

O controle minoritário assume uma posição relevante nesse cenário. Com efeito, é plenamente possível que o controlador minoritário isente-se dos riscos financeiros da variação acionária, negociando-os com instrumentos derivativos. Se antes apenas o controle gerencial isentava o controlador dos riscos da desvalorização das ações, visto que não eram acionistas, agora em outras modalidades de controle também isso também se torna possível.³¹⁵ Todavia, é muito propícia a adoção dessa medida no caso do controlador minoritário por ser-lhe menos oneroso negociar *swaps*, *e.g.*, com um bloco de controle minoritário do que com um majoritário. A possibilidade de condutas dos acionistas controladores desprovidas de risco financeiro reabre as discussões sobre os custos de agência, outrora focada na modalidade de controle gerencial.

Portanto, embora os instrumentos derivativos, em tese, não tenham nenhuma vinculação com o controle minoritário, eles podem influenciar diretamente seu surgimento e suas especificidades.

1.2.2.4. Operações de Alta Frequência (*High Frequency Trading*)

Assim como a diluição da propriedade acionária esteve relacionada ao avanço tecnológico no início do século XX, até os dias atuais ele segue influenciando a estrutura de do mercado.³¹⁶ Antes tal desenvolvimento se deu em nível industrial, com aumento da produção e

³¹⁵ Deve-se ressaltar que até mesmo no controle gerencial os administradores experimentam riscos pela variação das ações, pois se houvesse uma grande desvalorização, seus empregos estariam em jogo.

³¹⁶ A tecnologia permitiu uma produção em escala, exigindo respostas imediatas para o problema da distribuição e de falta de locais para armazenamento e produção. Coube justamente aos administradores a tarefa de organizar a empresa diante desses novos desafios. Assim, deu-se início ao grande desenvolvimento das sociedades americanas no início do século XX. Essa integração de produção e distribuição, anteriormente separadas em diversas etapas e desenvolvidas por mais de uma empresa, fez com que todas as etapas, desde a produção da matéria prima até o produto final, fossem trazidas para dentro de uma empresa apenas. Isso somente tornou-se possível dada a crescente participação dos administradores, a ponto de a “administração se tornar mais importante que a negociação do mercado”, em tradução livre de ROE, Mark J. **Strong Managers Weak Owners: the political roots of American corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 1994. p. 3-4.

A contratação de profissionais capacitados para administrar a cada vez maior e mais complexa estrutura organizacional torna-se indispensável. Cita-se o exemplo da General Motors: seu fundador, William Durant, controlava sozinho praticamente toda a estrutura organizacional da empresa e, somente não a levou à falência pelo ingresso do acionista Pierre du Pont. Este contratou o administrador Alfred Sloan para alterar completamente a gestão da empresa. MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company**. New York: Modern Library, 2003. p. 105.

Importantes centros educacionais dos EUA perceberam a necessidade de adequação de seus currículos de ensino às exigências do mercado. Isso aumentou o número de contratações dos recém-graduados e estudantes para ocuparem novos cargos e funções, seja na administração seja no desenvolvimento. A especialização e a experiência crescentes desses profissionais, bem como sua rotatividade e integração mostraram-se um ingrediente fundamental para que a transferência de responsabilidade e de recursos, dos proprietários aos administradores, ocorresse dentro da empresa. Era o início da dissociação quase absoluta entre propriedade e controle. O’SULLIVAN, Mary. **Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany**. Oxford: Oxford University Press, 2000. p.75. No mesmo

com a criação de novos empreendimentos; agora se dá em nível financeiro, permitindo novas técnicas de negociação e reforçando transações meramente financeiras e desvinculadas da ideia de propriedade acionária e de controle. Embora com escopos distintos, o desenvolvimento tecnológico tem forte influência no mercado de capitais, tal como os investimentos em alta frequência (*HFT*).

As *HFT* consistem no lançamento de uma série de ordens de compra e de venda em frações de segundos, auferindo-se o lucro (ou prejuízo) em um curtíssimo espaço de tempo. É possível que a propriedade sobre ações ocorra por um período inferior a um segundo.³¹⁷ Empresas estão cada vez mais investindo em tal tecnologia, inclusive instalando seus provedores dentro da BM&FBovespa, a fim de aumentar a velocidade de conexão e resposta. Não é difícil imaginar as consequências dessa técnica de negociação com altos volume e velocidade.³¹⁸ Importa-nos aqui apenas aquelas referentes ao impacto na estrutura de controle das companhias listadas.

A substituição da negociação humana pela algorítmica representa a absoluta dissociação entre a propriedade e o controle e, em última análise, entre o acionista e a propriedade em si. Se antes estávamos diante de um acionista que não desejava assumir o controle, agora estamos diante de um acionista que não deseja nem ser nem estar acionista. Afinal, o investidor assume a posição em razão da programação de fórmulas matemáticas e durante microssegundos, não se podendo sequer considera-lo proprietário, pois, dado o curto espaço de tempo, o único direito que lhe cabe é o de venda.

sentido é a posição de ROE, Mark J. **Strong Managers Weak Owners: the political roots of American corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 1994. p. 5.

Consequência disso foi o aumento da capacidade produtiva e da geração de riqueza por essas sociedades. Entretanto, isso acabou exigindo, a par do constante reinvestimento dos lucros na própria atividade, a obtenção de investimentos por meio da venda de valores mobiliários no mercado de capitais e da aquisição de controle de outras companhias para fins de concentração empresarial. É justamente esse o início da célebre “sociedade anônima moderna” de BERLE & MEANS, em que as grandes sociedades anônimas instrumentalizariam a geração de riqueza e a organização econômica, como um verdadeiro “sistema corporativo”, especialmente a partir do desenvolvimento tecnológico. BERLE, Adolf A.; Means, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006. p. 3 e 47.

³¹⁷ “[...] *HFT* is defined as a type of investment strategy whereby profits are attempted to be made by rapidly buying and selling stocks, with a typical holding period in terms of seconds or milliseconds.” BROGAARD, Jonathan A. **High Frequency Trading and Its Impact on Market Quality**. JD Kellogg School of Management and Ph.D Northwestern University School of Law, 2010. Disponível em: http://www.futuresindustry.org/ptg/downloads/HFT_Trading.pdf. Acesso em 04 de janeiro de 2015.

³¹⁸ Para maiores referências acerca das HFT, consulte: BROGAARD, Jonathan A. **High Frequency Trading and Its Impact on Market Quality**. JD Kellogg School of Management and Ph.D Northwestern University School of Law, 2010. Disponível em: http://www.futuresindustry.org/ptg/downloads/HFT_Trading.pdf. Acesso em 04 de janeiro de 2015. BROGAARD, Jonathan et al. **High Frequency Trading and Price Discovery**, abr./2013. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1928510. Acesso em 04 de janeiro de 2015. CHABOUD, A et al. Rise of the machines: Algorithmic trading in the foreign exchange market. **Journal of Finance**. Malden, v. 69, nº 5, set./2014. p 2045-2084. Disponível em <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.12186/abstract>. Acesso em 04 de janeiro de 2015.

O expressivo volume de negociações por meio dessa técnica reforça o poder de controle dos demais acionistas, dando cada vez mais espaço àqueles com posições minoritárias de assumirem, manterem ou exercerem o controle.

Conforme dados da Bloomberg, em 2010 as *HFT* alcançaram nos EUA o valor de 60% do volume total de negociações.³¹⁹ No Brasil, conforme dados da BM&FBovespa, no terceiro trimestre de 2013, as operações de *HFT* aumentaram 32,8% em relação a 2012, alcançando o valor de R\$1,82 bilhão naquele trimestre. No Brasil, em 2012 o volume de negociação por meio de *HFT* no mercado da Bovespa era estimado em 10%, tendo atingindo 15,2% em dezembro de 2013.³²⁰

Isso nos faz concluir que parcela considerável das ações negociadas circula no mercado sem que haja qualquer interesse na apoderação sobre o controle da companhia e tampouco no direito de propriedade sobre a ação. O fenômeno da dissociação entre o controle e a propriedade não se verifica nesse caso, pois ambos os conceitos são inexistentes quando se está diante dessa negociação algorítmica. Esse considerável volume de ações “sem dono”, negociado frenética e constantemente todos os dias, acaba por representar uma nova modalidade de absenteísmo totalmente desinteressada com os negócios da empresa.

O crescimento dessa estratégia de negociação (já identificado pela BM&FBovespa) tende a fortalecer a posição de controle do atual grupo de comando da companhia, representando ações praticamente sem dono. Afinal, o volume de ações detidas por robôs, sem qualquer intuito de aquisição de propriedade sobre as ações e muito menos de controle sobre a empresa, acaba por aumentar o número de ações não detidas pelo grupo controlador. Essa tendência pode permitir que o controlador, por exemplo, tenha certa margem de segurança que parcela do capital não representa nenhuma ameaça a sua posição, reforçando a qualidade do acionista controlador a mesmo com menor participação.

1.2.2.5. O.P.A. estatutária (“*poison pills* brasileiras”)

³¹⁹ PHILIPS, Matthew. How the Robots Lost: High-Frequency Trading's Rise and Fall. **Bloomberg Business Week Technology**. New York, 06 de junho de 2013. Disponível em: <http://www.businessweek.com/articles/2013-06-06/how-the-robots-lost-high-frequency-tradings-rise-and-fall>. Acesso em 05 de janeiro de 2015.

³²⁰ BM&FBOVESPA. RESULTADOS DO TERCEIRO TRIMESTRE DE 2013. Disponível em http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1909/BVMF_3T13EarningsReleasePTB_FINAL.pdf. Acesso em 06 de maio de 2014, p. 4 e 37. PINHEIRO, Vinícius. Bolsa controlará operações de alta frequência. **Valor online**. São Paulo, 08 de novembro de 2012. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/2895982/bolsa-controlara-operacoes-de-alta-frequencia>. Acesso em 05 de janeiro de 2015.

A adoção de mecanismos jurídicos para manutenção do controle já foi descoberta desde a década de 30 por BERLE e MEANS. As *poison pills* foram objeto de discussões acaloradas nos EUA durante a década de 80. A utilização de estruturas piramidais para manutenção do controle vem de longa data, desde o surgimento do mercado de capitais. Todavia, ambos os mecanismos ainda estão no centro da questão do controle minoritário no Brasil.

O crescimento do Novo Mercado na Bovespa deu impulso ao movimento de diluição de capital no mercado brasileiro. Outrora dominado por grupos de controle familiar e estatal e por um volume imenso de ações preferenciais negociadas, as novas normas de governança estipuladas pelos segmentos da Bovespa trouxeram ao Brasil discussões antigas nos mercados estrangeiros.

As medidas defensivas são mecanismos destinados a dificultar a tomada do controle pelos sócios ou pelos administradores, normalmente efetuadas mediante oferta pública hostil.³²¹ Como defesa à oferta, o controlador lança mão de mecanismos, tanto estatutários quanto não estatutários, para impedir ou para dificultar que o interessado obtenha êxito na tomada de controle. Entre as ações possíveis de serem tomadas, pode-se enunciar: a emissão de novas ações pela companhia alvo; lançamento de um contra-ataque, com a companhia alvo comprando ações da companhia interessada; venda pela companhia alvo de ativos essenciais para seu negócio, a fim de fazer com que a companhia interessada perca o interesse na companhia alvo (“*selling the crown jewels*”); as pílulas de veneno (“*poison pills*”³²²).³²³

³²¹ VENTORUZZO, Marco. Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 171-221. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013. p. 182.

³²² A título exemplificativo, podemos citar duas modalidades comuns de Poison Pills: (i) **flip-in** e (ii) **flip-over**. A primeira dilui o ganho das ações de controle, “fazendo com que cada ação valha menos (exigindo do adquirente a compra de mais ações para alcançar o controle)”; a segunda dá aos acionistas da companhia alvo a opção de comprarem ações da companhia adquirente a um preço reduzido, fazendo com que os acionistas da empresa adquirente sejam contra a transação. ZANINI, Carlos Klein. A Poison Pill Brasileira. Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 259.

³²³ “The term “poison pill” does not refer to a single, uniform device. Rather, it refers to a family of devices that operate in a similar fashion. (...) The poison pill defense can be fashioned in a variety of ways to suit the needs or preferences of the company employing the device.” VELASCO, Julian. Just Do It: An Antidote to the Poison Pill. **Emory Law Journal**. Atlanta: v. 52, 2003. p. 856. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=324882>. Acesso em 05 de junho de 2013.

Para aprofundamento sobre tais técnicas, sugere-se a consulta da seguinte bibliografia americana: LIPTON, Martin. Takeover Bids in the Target’s Boardroom. **Business Lawyer**, v. 35, 1979. p. 101-134. Disponível em <http://heinonline.org/HOL/Print?collection=journals&handle=hein.journals/busl35&id=137>. Acesso em 02 de setembro de 2014. BEBCHUK, Lucian Arye. Why firms adopt antitakeover arrangements. **University of Pennsylvania Law Review**. Philadelphia: v. 152, 2003. p. 713-753. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=404200>. Acesso em 16 de julho de 2013. BARRY, Jordan M.; HATFIELD, John William. Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**. Palo Alto: nº 407, fev./2011. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1767683>. Acesso em 02 de setembro de 2014. BEBCHUK, Lucian A.; COATES, IV, John C.; SUBRAMANIAN, Guhan, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy. **Stanford Law Review**. Palo

Objetivo primordial dessa técnica é encarecer a tomada de controle, dificultando-a ou, eventualmente, impedindo-a. Todas essas medidas encarecem, e muito, a aquisição de controle pela companhia alvo, e, em tese, beneficiam o conjunto de acionistas. Isso porque caso a tomada de controle seja bem sucedida, suas ações serão valorizadas pelo aumento do valor da oferta. Portanto, as medidas defensivas aumentam os custos e reduzem os benefícios da aquisição de controle para a companhia adquirente.³²⁴ LIPTON justificava a necessidade de adoção de técnicas defensivas em razão de muitas vezes as companhias alvos serem subavaliadas pelos potenciais adquirentes. Ainda, não havia, nem há, comprovação de que a troca do poder de controle necessariamente traz benefícios aos acionistas. A experiência mostrava à época que a adoção de medidas defensivas às aquisições realizadas por meio de oferta hostil acabava aumentando o prêmio sobre as ações.³²⁵

Alto: v 54, 2002. p. 887-951. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=304388>. Acesso em 25 de maio de 2014. GILSON, Ronald J. Unocal Fifteen Years Later (And What We Can Do About It). **The Delaware Journal of Corporate Law**. Dover: v. 26, nº 2, nov./2001. pp. 491-513. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=333041>. Acesso em 02 de setembro de 2014. LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls, and Professors: A Reply to Professor Gilson. **The Delaware Journal of Corporate Law**. Dover: v. 27, nº 1, 2002. p. 1-55. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=398060>. Acesso em 02 de setembro de 2014. KRAAKMAN, Reinier et al. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 2. ed. New York : Oxford University Press, 2009. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 2ª Ed. New York: Foundation Press: Thomson Reuters, 2009. VENTORUZZO, Marco. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 171-221. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013.

Na literatura nacional, vide ZANINI, Carlos Klein. A Poison Pill Brasileira. Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 256-277. CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 21. MUNHOZ, Eduardo Secchi. A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima. São Paulo: Saraiva, 2013. GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**. Chicago: v. 29, 2ª Ed., 2009. p. 439-554. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1689103>. Acesso em 16 de julho de 2013. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. LORENZEN, Marcelo Boff. **Hostile Takeover Defenses in Brazil and the United States: a Comparative Analysis**. LL.M. Harvard Law School, 2014. PRADO, Roberta Nioc. Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 376-410. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. 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: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. P. 574-588.

³²⁴ VENTORUZZO, Marco. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 171-221. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013. p. 182.

³²⁵ LIPTON, Martin. Takeover Bids in the Target's Boardroom. **Business Lawyer**, v. 35, 1979. p. 101-134. Disponível em <http://heinonline.org/HOL/Print?collection=journals&handle=hein.journals/busl35&id=137>. Acesso em 02 de setembro de 2014. Os aspectos jurídicos das *poison pills* atinentes à transferência de controle serão abordadas no item 2.1.1.2 abaixo.

Assim, “essas pílulas de veneno consistiriam em mecanismos destinados a impedir, inibir ou dificultar uma tomada de controle”.³²⁶ Ao encarecer, e muito, a aquisição de controle, em tese o conjunto de acionistas é beneficiado. Isso porque, caso a tomada de controle seja bem sucedida, suas ações se valorizarão. Ainda, é possível que tais medidas impeçam a aquisição por um controlador menos eficiente. Todavia, isso não as impedem de ser utilizadas como meio de perpetuação de administradores, impedindo que outros acionistas mais eficientes assumam o controle.³²⁷

As *poison pills*, tal como as demais medidas defensivas, visam a fomentar a dispersão de capital quando previstas antes da Oferta Pública Inicial. A existência de medidas defensivas no momento em que a sociedade abre seu capital incentiva os investidores a adquirir ações, e os controladores a reduzir sua participação.³²⁸ Havia, portanto, um incentivo à dispersão de capital e sua manutenção.

No Brasil, ao invés, tem-se verificado o que ZANINI chama de “desvirtuamento” desse instituto. A partir do estudo de Érica GORGA, observou-se uma diferença fundamental entre as pílulas brasileiras e americanas – o percentual do gatilho do mecanismo. Enquanto nos EUA a pílula é disparada quando há uma oferta por percentual superior ao detido pelo bloco controlador (se houver), no Brasil o gatilho é fixado abaixo da média do percentual das ações integrantes do bloco de controle. Vale dizer, seu intuito é evitar que alguém alcance participação superior ao do controlador.³²⁹

Em ambiente em que a concentração acionária ainda é a regra, a adoção de medidas defensivas contra ofertas de aquisição de ações em percentuais inferiores ao do bloco de

³²⁶ ZANINI, Carlos Klein. A Poison Pill Brasileira. Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 256.

³²⁷ Não por outro motivo LORENZEN afirma que: “a hostile takeover is a double-edged sword: in well-managed corporations, it poses a menace that can be harmful to shareholder value both in the short term and the long run. On the other hand, shareholders of poorly managed corporations could potentially benefit from control takeover if it ultimately improves performance.” LORENZEN, Marcelo Boff. **Hostile Takeover Defenses in Brazil and the United States: a Comparative Analysis**. LL.M. Harvard Law School, 2014. p. 5. O mercado de controle é um dos mecanismos mais eficazes para o controle dos custos de agência, de forma que a sua restrição aumenta tais custos. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 171-173.

³²⁸ ZANINI, Carlos Klein. A Poison Pill Brasileira. Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 263. BEBCHUK, Lucian Arye. Why firms adopt antitakeover arrangements. **University of Pennsylvania Law Review**. Philadelphia: v. 152, 2003. p. 2.

³²⁹ ZANINI, Carlos Klein. A Poison Pill Brasileira. Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 256-277. GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**. Chicago: v. 29, 2ª Ed., 2009. p. 439-554. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1689103>. Acesso em 16 de julho de 2013.

controle objetiva exclusivamente impedir a concentração de propriedade por outros acionistas. Garante-se, por consequência, que o grupo controlador não terá sua posição de controle ameaçada por outros acionistas.³³⁰ Por esse motivo que ZANINI cunhou essas *poison pills* às avessas como “*poison pills brasileiras*”, nomenclatura que adotaremos a partir de agora.

As *poison pills brasileiras* em regra preveem a obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição, dispondo sobre a forma de cláusula do preço da oferta, da totalidade das ações da companhia em caso de aquisição de uma participação mínima estipulada no estatuto social. Trata-se de regra semelhante à do artigo 254-A da L.S.A. Por esse motivo que são também chamadas de O.P.A. estatutárias.³³¹

A par disso, o preço estipulado ao interessado em adquirir o controle ou em obter participação social superior ao gatilho da *poison pill* brasileira, como acertadamente mencionada por MÜSSNICH e MELO, “beira o escárnio”.³³² Isto é, valores desproporcionais à estipulação do preço de oferta são previamente determinados no estatuto tornam tal regra cada vez mais venenosa. A situação vem demonstrada a partir da comparação de duas cláusulas incluídas nos estatutos sociais: a que prevê o *tag along* em caso de alienação de controle pelo acionista controlador e a que prevê a *poison pill* brasileira (normalmente nomeada como “cláusula de proteção à dispersão”). Enquanto na primeira cláusula o preço da oferta é

³³⁰ ZANINI, com sua habitual eloquência, refere: “Assim, na ausência de uma diluição efetiva do poder de controle, a *poison pill brasileira* acabou defendendo precisamente aquilo que originalmente pretendia combater: a manutenção de um bloco de controle concentrado.” ZANINI, Carlos Klein. *A Poison Pill Brasileira*. Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 264. Ainda, conforme CARVALHOSA: “O que tem ocorrido atualmente no mercado brasileira é um desvirtuamento da proposta da *poison pill*: ao invés de oferecerem proteção contra ofertas inesperadas de tomada de controle, acabam sendo utilizadas como forma de manutenção do atual controle da companhia.” CARVALHOSA, Modesto. *As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 21.

³³¹ No caso da NATURA S.A., o bloco de controle é formado por pessoas físicas e jurídicas mediante a constituição de acordo de acionistas, totalizando 59,69% das ações ordinárias (dados coletados em 23 de novembro de 2014). No Estatuto Social da companhia, verificou-se a existência de *poison pill* fixada em 25%: “Artigo 34 - Qualquer Acionista Relevante, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 25% (vinte e cinco por cento) do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 25% (vinte e cinco por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar ou solicitar o registro de, conforme o caso, uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia (“O.P.A”), observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, os regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste artigo.” NATURA S.A. **Estatuto Social**. Disponível em <http://www.natura.net/br/investidor.html>. Acesso em 23 de novembro de 2014.

³³² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. 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: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 578.

equivalente ao valor pago ao acionista controlador, na segunda o Estatuto social preocupa-se em estabelecer critério um tanto quanto exigente para a estipulação de seu valor.³³³

A situação torna-se mais peculiar no momento em que as chamadas “cláusulas pétreas” são inseridas nos Estatutos Sociais, tornando as *poison pills* cada vez mais brasileiras. Tais dispositivos visam a impedir que a assembleia geral altere o estatuto social com o fim de extinguir ou alterar a cláusula que regula a *poison pill* brasileira. Para tanto, impõem ao acionista o dever de ele próprio realizar a O.P.A caso vote a favor de sua alteração. Tais cláusulas vêm sendo assaz criticadas, inclusive pela CVM. Esta autarquia já se manifestou contra a adoção dessas cláusulas sugerindo que seu eventual descumprimento não será penalizado.³³⁴

³³³ No caso da JBS S.A., por exemplo, o valor da oferta não pode ser inferior ao menor valor entre: “O preço de aquisição na oferta pública de aquisição de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre: (i) 135% (cento e trinta e cinco por cento) do Valor Econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 135% (cento e trinta e cinco por cento) do preço de emissão de ações verificado em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrida no período de 24 (vinte e quatro) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da oferta pública de aquisição de ações nos termos deste artigo, valor esse que deverá ser devidamente atualizado pelo IPCA desde a data de emissão de ações para aumento de capital da Companhia até o momento de liquidação financeira da oferta pública de aquisição de ações nos termos deste artigo; (iii) 135% (cento e trinta e cinco por cento) da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 (noventa) dias anterior à realização da oferta, ponderada pelo volume de negociação na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia; e (iv) 135% (cento e trinta e cinco por cento) do preço unitário mais alto pago pelo Comprador, a qualquer tempo, para uma ação ou lote de ações de emissão da Companhia.” JBS S.A. **Estatuto Social**. Disponível em <http://www2.jbs.com.br/ri/>. Acesso em 23 de novembro de 2014.

³³⁴ Tal cláusula, por exemplo, está inserida no Estatuto Social das Lojas Renner S.A.: “Parágrafo 11 - A alteração que limite o direito dos acionistas à realização da O.P.A prevista neste Artigo ou a exclusão deste Artigo obrigará o(s) acionista(s) que tiver(em) votado a favor de tal alteração ou exclusão na deliberação em Assembleia Geral a realizar a O.P.A prevista neste Artigo.” LOJAS RENNEN S.A. **Estatuto Social**. Disponível em <http://www.lojasrenner.com.br/investidores>. Acesso em 23 de novembro de 2011.

Para maior aprofundamento das cláusulas pétreas, especialmente sobre sua ilicitude, consulte ZANINI, Carlos Klein. *A Poison Pill Brasileira. Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 264 e ss. Vide ainda material elaborado pela CVM sobre as cláusulas pétreas: PINTO, Marcos Barbosa. YAZBEK, Otavio. **Memorando elaborado para a o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários**. Ref.: Poison Pills. Rio de Janeiro: 14 de abril de 2008. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>. Acesso em 23 de novembro de 2011.

A duvidosa legalidade dessas cláusulas levou a CVM a publicar um Parecer de Orientação dando conta que não irá punir eventuais acionistas que “infringirem” tais normas estatutárias:

“Nos últimos anos, os estatutos de diversas companhias passaram a conter cláusulas de proteção à dispersão acionária que obrigam o investidor que adquirir determinado percentual das ações em circulação a realizar uma oferta pública de compra das ações remanescentes.

Além disso, alguns estatutos incluem disposições acessórias a essas cláusulas, impondo um ônus substancial aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou à alteração das cláusulas, qual seja, a obrigação de realizar a oferta pública anteriormente prevista no estatuto.

A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória.” COMISSÃO DE

A inclusão do gatilho das *poison pills* brasileira em valor inferior à participação do acionista controlador (ou das ações integrantes do bloco de controle) reforça a tese de que é possível a existência de um bloco de controle minoritário, nos exatos termos do artigo 116 da L.S.A. A deflagração de medidas defensivas antes mesmo de a posição de controle ser ameaçada exteriora a mais flagrante preocupação dos acionistas controladores de terem sua dominação contestada. A estipulação do valor da oferta em valores muito acima da média de avaliação do mercado e as cláusulas pétreas vêm apenas para confirmar tal assertiva: a maioria das *poison pills* brasileira visam a defender a posição de controle minoritário. Ao que parece, a preocupação em perder o controle dá-se inclusive de forma hipotética, pois até mesmo em companhias com controle majoritário tais cláusulas são incluídas.³³⁵

Ousamos afirmar que as *poison pills* brasileira reforçam sobremaneira o controle minoritário no Brasil. Aos que têm dúvidas acerca da extensão do termo “de modo permanente” previsto na alínea “a” do artigo 116 da L.S.A. para fins de aceitação do controle minoritário, sugerimos analisa-lo à luz da previsão dessas medidas defensivas à brasileira. O veneno é tão forte que a vítima não precisa nem ingeri-lo, basta cheirá-lo.

Essa percepção é reconhecida por CARVALHOSA, maior expoente acerca da inexistência jurídica de um controlador minoritário:

o que se tem observado, contudo, é que a *poison pill* pretende adquirir, em muitos casos, feições de imutabilidade, de verdadeira cláusula ‘pétrea’, evidenciando aquela primeira questão de utilizá-la como mecanismo jurídico de perpetuação de um determinado grupo no controle da companhia.³³⁶

ZANINI vai mais além, afirmando se tratar inclusive de controle majoritário ou diante da figura de controlador definido no âmbito do artigo 116 da L.S.A.³³⁷ Em nossa opinião,

VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação nº 36/2009**. Rio de Janeiro: 23 de junho de 2009. Disponível em http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=P&File=\pare\pare036.doc. Acesso em 23 de novembro de 2011.

Registra-se que no Novo Mercado foi incluída em 2011 a vedação de que o Estatuto disponha sobre regra que vise a impedir a manifestação de voto favorável à alteração estatutária, o que tornaria essa cláusula em desconformidade com os requisitos para listagem.

³³⁵ Vide nota 331 acima. Certamente, nesses casos, a preocupação é em evitar que acionistas obtenham participação significativa para exercerem maior influência nos negócios da companhia.

³³⁶ CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 27.

³³⁷ “Vale dizer: ou se está diante da figura do controlador clássico, no âmbito do controle majoritário, ou se está diante de um bloco de controle perfeitamente enquadrado na definição contida no art. 116 da Lei 6.404/1976, em que o controle é assegurado por acordos celebrados entre os acionistas, nos termos do artigo 118 da referida lei.” ZANINI, Carlos Klein. A Poison Pill Brasileira. Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 266-267.

entendemos estar diante da posição de controle minoritário, caso o controlador não tenha a maioria do capital votante. Entretanto, vê-se que em todos os entendimentos prevalece a unanimidade em relação aos efeitos, para fins de conceituação do acionista controlador, que esse mecanismo jurídico exterioriza.

Resta claro, portanto, que a cláusula de “proteção à dispersão acionária”, como é habitualmente mencionada nos Estatutos Sociais, trata-se na verdade de cláusula de proteção à entrada de novos investidores com participação relevante. Afinal, a aquisição de ações suficientes para a deflagração das pílulas não basta para a aquisição do controle. A suposta proteção à liquidez aplica-se aos não controladores; aos controladores, ao contrário, coube beneficiar-se da posição de dominação na sociedade de forma incontestada.

MARTES analisou 20 companhias do Novo Mercado com característica de controle minoritário, tendo encontrado em 15 dessas sociedades cláusulas de *poison pills* em seus estatutos. Dessas 15, em 13 delas o percentual estipulado como gatilho para deflagração da O.P.A. é inferior ao referente à participação do acionista controlador. Como refere a autora: “esses dados comprovam a suspeita de que a efetividade das pílulas de veneno adotadas pelas companhias listadas no Novo Mercado com controle não majoritário encontrava-se diretamente destinada aos demais acionistas, não integrantes do bloco controlador.”³³⁸

Diante dessas breves considerações, conclui-se que a utilização das *poison pills* brasileiras, quando sua deflagração está prevista em parâmetro inferior à posição do acionista controlador, tem como objetivo principal a manutenção do controle pelo grupo dominante. Ao falarmos de controle minoritário, essa questão torna-se mais relevante. Isso porque a sua previsão nos Estatutos Sociais consubstancia verdadeira garantia de que o grupo controlador minoritário preencherá todos os requisitos do artigo 116 da L.S.A. Afinal, a aquisição do controle por outros grupos de acionistas ficará inviabilizada dado o empecilho incontornável incluído no estatuto. Portanto, lança-se mão das *poison pills* brasileiras como mecanismos para facilitar a estabilidade do poder de controle minoritário, contribuindo significativamente para sua ascensão no mercado.

O segmento do Novo Mercado, com todas as suas regras inclinadas à dispersão acionária, sem dúvida alguma contribuiu para que o grupo controlador reduzisse a sua participação acionária. As *poison pills* brasileiras, a seu turno, vieram como contrapartida à diluição parcial do bloco de controle. A titularidade do controle restou mantida e muito bem tutelada por tal artifício.

³³⁸ MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhia listadas no Novo Mercado**. 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. p. 89.

1.2.2.6. Acordo de Acionistas

Os acordos de acionistas³³⁹ são importantes instrumentos contratuais para o exercício do poder de controle minoritário. Nossa abordagem dar-se-á apenas sobre sua influência à formação do bloco de controle, sem investigar as especificidades deste importante instrumento do direito societário. Maior digressão, a par de extrapolar nosso objetivo, resultaria em repetir, com menor sabedoria, estudos já realizados.³⁴⁰

Na forma do artigo 118 da L.S.A., os acordos de acionistas podem ter três objetos: o exercício do poder de controle; o exercício do direito de voto minoritário; e a disponibilidade patrimonial das ações (ou acordos de bloqueio). Nestes três casos, o pacto entre os acionistas³⁴¹ possui eficácia perante a companhia por força da lei societária. Eventuais questões diversas das três modalidades típicas do acordo de acionistas previstas no artigo 118 da L.S.A. poderão ser reguladas entre as partes sem vincular a sociedade.³⁴² Aqui, interessa-nos o acordo de acionistas que dispõe sobre o poder de controle.

O exercício do controle é indispensável ao cumprimento do objeto social de qualquer sociedade, pois, como refere CARVALHOSA, o controle “reveste a função de um órgão social, na medida em que seu exercício se dá tanto no âmbito dos órgãos da administração, como no da assembleia geral.” Por esse motivo, acordos dessa modalidade assumem a características de um pacto social, com nítido interesse da sociedade nos seus termos. Mesmo que a companhia não o integre como parte formal, ela assume a posição de parte substancial nestes acordos justamente em vista de seu interesse no pacto.³⁴³

O acordo de acionistas é o instrumento típico para o controle exercido de forma conjunta ou compartilhada, em que “dois ou mais acionistas, que isoladamente não são capazes de

³³⁹ Conforme definição de CARVALHOSA, o acordo de acionistas é “um contrato submetido às normas comuns de validade e eficácia de todo o negócio jurídico privado, concluído entre acionistas de uma mesma companhia, tendo por objeto a regulação do exercício dos direitos referentes às suas ações, tanto no que concerne ao controle como ao voto dos minoritários ou, ainda, à negociabilidade dessas ações.” CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**: homenagem a Celso Barbi Filho. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 21.

³⁴⁰ Para um panorama completo e aprofundado do tema, sugerimos a consulta à obra de Modesto Carvalhosa: CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**: homenagem a Celso Barbi Filho. São Paulo: Saraiva, 2011. Ainda, BARBI FILHO, Celso. **Acordo de Acionistas**. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

³⁴¹ O acordo de bloqueio, por exemplo, pode ter a participação da companhia como parte, caso a ela caiba o direito de preferência em adquirir as ações objeto do acordo de transferência entre os acionistas, por exemplo.

³⁴² CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**: homenagem a Celso Barbi Filho. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 91-92.

³⁴³ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**: homenagem a Celso Barbi Filho. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 41-42.

controlar a sociedade, poderão, por via do acordo, alcançar a supremacia nas assembleias.”³⁴⁴ Em deliberação prévia à assembleia de acionistas, normalmente se adota o regime de voto em bloco. Neste caso, por maioria de votos os integrantes do pacto decidem como será exercido o voto representando todas as ações integrantes do acordo. Assim, os integrantes do Acordo e os administradores, consoante disposição do artigo 118, parágrafos 8º e 9º, da L.S.A., ficam vinculados a exercerem o controle de forma conjuntada.

Como mencionado no item 1.1.2.3.3 acima, entendemos que o controle compartilhado é uma das formas como se exerce alguma das modalidades de controle.³⁴⁵ O acordo de acionista cujo objeto é o exercício do controle se presta, justamente, para formalizar o compartilhamento do controle. Isso não significa, todavia, que o controle é repartido entre os signatários. Conquanto a expressão “controle compartilhado” indique divisão ou fracionamento, o poder de controle, conforme definição clássica de COMPARATO, é uno e exclusivo.³⁴⁶ Todos os acionistas a ele vinculados são controladores para fins legais. Nenhum acionista, isoladamente, pode ser considerado acionista controlador se o controle depende do pacto social entre eles acordado, mesmo que ele tenha maior número de ações vinculadas ao acordo.

Em tempos de dispersão acionária, bem como de inúmeros instrumentos propícios à formação e à estabilidade do controle acionário, os acordos de acionistas que almejam regular o exercício do poder de controle assumem relevância extraordinária.

A relação entre os acordos de acionistas e o exercício do poder de controle nas sociedades brasileiras vem comprovada a partir do estudo de Érica GORGA, em que se demonstrou a grande utilização deste instrumento para a formação do bloco de controle das companhias listadas no Novo Mercado. Com efeito, a análise de dados de 2007 concluiu que acordos de controle atuam como verdadeiro meio de concentração de poder no âmbito das sociedades, inclusive das listadas nesse segmento. Todavia, o grau de concentração é consideravelmente inferior ao dos demais segmentos.³⁴⁷ A mesma Autora avaliou a evolução

³⁴⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 320.

³⁴⁵ “Grande partes dos acordos de controle ocorre nas companhias que apresentam o controle compartilhado, nas quais nenhuma das partes, isoladamente, pode exercer o poder de controle, mas somando as suas participações e votando em conjunto, caracterizam-se como um bloco de controle.” EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. comentada**. V. 2. São Paulo: Quartier Latin, 3v., 2011. p. 710. A respeito das classificações das modalidades de controle interno (das quais o controle compartilhado, a nosso ver, não a integra), vide item 1.1.2.3.3.

³⁴⁶ Vide nota de rodapé 125 acima.

³⁴⁷ “Table 12 shows that the sixty-five Novo Mercado companies without a controlling shareholder drop to forty-five firms when considering the effects of shareholders’ agreements over control. Twenty companies (30.76%) with diffuse ownership become companies with a clear controlling group (owning more than 50% of the voting rights) when shareholders’ agreements are taken into account. Before accounting for the agreements, the largest shareholder from these twenty companies held an average of 28.06% of the voting rights. When shareholders’ agreements are considered, the share ownership average of the group of shareholders exercising control through such agreements increases to 65.27% for these twenty companies. Overall, the shareholders’

destes dados até o ano de 2012, concluindo que os acordos de acionistas que vinculam os votos dos administradores saltaram de 38,46% das sociedades listadas nos segmentos especiais da BM&FBovespa para 67%.³⁴⁸

Diante disso, a larga utilização de acordos de acionistas versando sobre poder de controle por companhias com maior dispersão de capital demonstra que esse instrumento contratual é utilizado como forma de substituição à propriedade acionária.³⁴⁹ Considerando a tendência ao controle minoritário verificada no item 1.1.1.5 acima, GORGA demonstrou que das 92 companhias listadas em 2007 no Novo Mercado, a estipulação de acordos de controle concentram a propriedade, passando a fatia do maior acionista de 36,39% para 45,25%. Aproximadamente 40% das companhias com capital diluído lançam mão de acordos para concentrar a propriedade acionária e exercer o controle compartilhado.

O estudo de MARTES também demonstra a extensiva utilização do acordo de acionistas para fins de consolidação do controle minoritário. Das 28 companhias com controle minoritário identificadas pela autora, 17 delas utilizam acordos dispondo sobre o exercício do poder de controle, sendo que em 15 há regras sobre a indicação de membros ao conselho de administração e em 14 há regras sobre as deliberações em reunião prévia.³⁵⁰

Os acordos de controle, portanto, são instrumentos legais que tipicamente favorecem a formação de grupos de controles definidos. A vinculação de ações a essa modalidade de acordo representa uma alternativa a investidores significativos consolidarem um bloco de controle que, sozinhos, dificilmente conseguiriam exercer de forma estável. Ainda, considerando que o controle pode ser exercido com parcela significativa inferior a 50% do capital votante, a formalização de acordos consolidam grupos de controle minoritários estáveis, que dificilmente seriam alcançados pela titularidade de apenas um acionista.

agreements make the average largest stake of ownership in the total sample increase from 36.39% to 45.25%. Nevertheless, the main conclusion regarding the larger dispersion of ownership structures in Novo Mercado persists. In contrast to previous studies, the 45.25% average ownership of the agreement-bound group of shareholders indicates a meaningful decrease of ownership concentration in Brazilian firms.” GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**. Chicago: v. 29, 2ª Ed., 2009. p. 439-554. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1689103>. Acesso em 16 de julho de 2013. p. 31.

³⁴⁸ GELMAN, Mariana; GORGA, Érica. **A evolução da vinculação de conselheiros a acordo de acionistas no Brasil** (2007 a 2012). Direito GV Working Paper, 2012.

³⁴⁹ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 50.

³⁵⁰ MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhia listadas no Novo Mercado**. 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

2. A TRANSFERÊNCIA DO CONTROLE MINORITÁRIO

*[...] the only constant feature of corporate organization is change. Firms are in motion. They build up new plans and enter or retreat from markets. They also change their own structure – setting up new divisions, entering or leaving markets, buying or selling plants, acquiring or being acquired, increasing and decreasing leverage, going public or private, selling stocks or buying it back [...]. We call these changes ‘corporate control transactions’.*³⁵¹

2.1. OS PRINCIPAIS MODELOS DE TRANSFERÊNCIA DE CONTROLE

Neste ponto, adentraremos apenas nas características dos dois principais sistemas de transferência de controle existentes, para posteriormente verticalizar a análise apenas ao sistema brasileiro. Alerta-se o leitor que as ponderações a seguir se referem exclusivamente às companhias cujas ações são negociadas em bolsa de valores e sujeitas à regulação dos órgãos governamentais de cada país.

Portanto, mostra-se necessário sinteticamente comparar os dois principais modelos de transferência de controle existentes: o denominado de regra de mercado (*market rule*), utilizado predominantemente nos Estados Unidos, e o de tratamento igualitário (*equal treatment*), utilizado na Europa. A principal diferença entre ambos é a participação, ou não, dos acionistas minoritários na troca de poder de comando, que ocorre a partir da oferta pública.

No modelo de regra de mercado, os acionistas minoritários não possuem nenhum direito decorrente da troca de controle. Isto é, o acionista controlador vende sua participação por qualquer valor e sem nenhuma participação dos acionistas minoritários, apropriando-se do prêmio de controle (diferença entre o preço de mercado da ação e o preço pago pela aquisição do controle). Ao passo que no modelo de tratamento igualitário, os acionistas minoritários são legitimados a participar da transação com os mesmos direitos do controlador alienante, considerado um sistema de propriedade concentrada. E essa participação dá-se a partir da obrigatoriedade de o adquirente realizar oferta pública de aquisição aos acionistas minoritários, estendendo o prêmio de controle aos demais acionistas.³⁵² Neste caso, o atingimento de participação relevante também ensejaria a aplicação da O.P.A., mesmo que não haja negociação direta com o controlador anterior (aquisição derivada).

³⁵¹ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p.109.

³⁵² MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 172-173.

2.1.1. MODELO NORTE-AMERICANO: PREDOMINÂNCIA DA REGRA DE MERCADO?

2.1.1.1. *Panorama geral do modelo de transferência de controle americano*

As transferências de controle nos EUA são reguladas por legislação federal, especialmente pelas seções 13(d), 14 (A) (C) (d) e regra 13e-3 do *Securities Exchange Act* de 1934³⁵³, acrescentados pelo *Williams Act* de 1968, e por atos normativos da SEC. À legislação estadual, normalmente, compete dispor sobre normas gerais de direito societário bem como sobre as medidas defensivas aceitas em cada Estado. Dentre todas, merece destaque a legislação do Estado de *Delaware* – *Delaware General Corporation Law (DGCL)* – em seu Título 8º, Capítulo 1, Subcapítulo VI (*Stock Transfers*), porquanto sob tais regras estão incorporadas as maiores sociedades americanas e, conseqüentemente, do mundo.

Há basicamente três modos de aquisição³⁵⁴ de controle nos EUA: (i) negociação privada de ações, (ii) lançamento de oferta pública e (iii) aquisição de ações no mercado.³⁵⁵ Tais possibilidades de aquisição de controle devem ser coordenadas a partir de uma circunstância fundamental: a existência ou não de acionista controlador na companhia alvo. Se houver acionista controlador, a hipótese (i) é a mais provável, caso não haja lançamento de oferta pública hostil (ii). Caso não haja acionista controlador (hipótese de controle gerencial), o adquirente pode lançar mão das hipóteses (ii) e/ou (iii).

³⁵³ UNITED STATES OF AMERICA. **Securities Exchange Act of 1934**: amended through P.L. 112-158, approved August 10, 2012. Disponível em <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>. Acesso em 01 de setembro de 2014.

³⁵⁴ Sobre a distinção entre *merger* e aquisição, deve ser levado em consideração não o resultado da operação, mas sim as partes envolvidas. A incorporação pressupõe a aceitação da sociedade, ao passo que o negócio jurídico da aquisição é entabulado entre o adquirente e os acionistas, e não entre as sociedades. Vide, para maiores detalhes, DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. Control Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 2. ed. New York : Oxford University Press, 2009, p. 226.

Nesse ponto, é pertinente referir o conceito de “*merger*”, habitualmente traduzido como “fusão”, melhor representa o conceito societário brasileiro de incorporação, porquanto normalmente não se verifica o surgimento de uma nova sociedade, mas tão somente a incorporação de uma por outra. Rigorosamente, nosso conceito de “fusão” é mais adequadamente traduzido como “*consolidation*”. Confira BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 2ª Ed. New York: Foundation Press: Thomson Reuters, 2009. p. 339.

³⁵⁵ DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. Control Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 2. ed. New York : Oxford University Press, 2009, p. 226. BAINBRIDGE, de modo mais detalhado, elenca cinco técnicas de aquisição do controle, as quais, bem ou mal, encontram-se agrupadas na lista acima: (i) incorporação (*merger*), (ii) venda de todo ou a maior parte das ações, (iii) lançamento de oferta pública, (iv) negociação privada ou em bolsa de valores e (v) disputa de controle via procurações (*proxy contest*). BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 2ª Ed. New York: Foundation Press: Thomson Reuters, 2009. p. 338.

No que se refere à aquisição privada de ações, a característica fundamental do direito americano é, em regra,³⁵⁶ a inexistência do tratamento igualitário, de forma que o prêmio do controle pode ser pago exclusivamente ao alienante.³⁵⁷ Isto é, a alienação do controle prescinde do lançamento de oferta pública pelo adquirente que pode ou não realizar a oferta, não sendo obrigatório o compartilhamento do prêmio. Assim, a defesa dos acionistas não é garantida pela existência de uma O.P.A. mandatária, mas sim por meio dos deveres fiduciários. Neste aspecto, deve-se ressaltar que há precedentes, conquanto a regra geral seja a ausência de tratamento igualitário, no sentido de que o prêmio deve ser compartilhado com os demais acionistas. Entretanto, isso é possível não pela exigibilidade da O.P.A., mas sim pelos deveres de fidúcia devidos ao controlador.³⁵⁸

No que tange ao lançamento de oferta pública (*tender offer*), a questão mostra-se mais complexa, porquanto deve-se diferenciar a O.P.A. obrigatória da O.P.A. facultativa. No caso americano, ressalvadas algumas exceções, a modalidade de O.P.A. existente é a facultativa, normalmente utilizada em tomadas hostis de controle diante da inexistência de um controlador definido, características, até então não contestada, do mercado americano. Conforme assinala MUNHOZ, “em ambiente de elevada dispersão do capital, a forma típica de aquisição de controle de companhia sem acionista controlador é a *oferta pública de aquisição*.”³⁵⁹

A O.P.A. é o mecanismo adequado para garantir ao adquirente das ações o poder de controle, pois, se bem-sucedida, adquire-se o controle; caso a O.P.A. seja rejeitada pelos acionistas, o adquirente, não adquire o controle, mas ao menos arca com as ações. Situação diversa pode ocorrer com a aquisição de participação relevante de ações em Bolsa, por meio da

³⁵⁶ Os Estados de Maine e Pennsylvania, e.g., exigem a realização de oferta pública no caso de atingimento de participação relevante pelo adquirente. Pennsylvania: PA. STAT. ANN. tit. 15, § 1910; e Maine: ME. REV. STAT. ANN. tit. 13-A, § 910.

³⁵⁷ Vide DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. Control Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 2. ed. New York : Oxford University Press, 2009, p. 257. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 2ª Ed. New York: Foundation Press: Thomson Reuters, 2009. p. 341. COX, James D. HAZEN, Thomas Lee. **On corporations**. 2ª Ed. New York: Aspen Publishers, 2003. p. 621-622. GREENE, Edward F; JUNEWICZ, James J. A reappraisal of current regulation of mergers and acquisitions. **University of Pennsylvania Law Review**. Philadelphia: v. 132, nº 4, abr./1984. p. 659. Disponível em <http://heinonline.org>. Acesso em 1º de setembro de 2014.

³⁵⁸ UNITED STATES OF AMERICA. **United States Court of Appeals, Second Circuit**. Perlman v. Feldmann. 219 F.2d 173 (1955). Quando demonstrado que a transação acarretou prejuízo aos acionistas, ou houve alguma violação à lei ou aos deveres fiduciários, os Tribunais podem determinar o compartilhamento do prêmio. Para maiores detalhes sobre os deveres fiduciários, que no direito americano orbitam um plano a parte que demandaria outro trabalho para análise adequada, sugere-se, para compreensão inicial, a consulta a BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 2ª Ed. New York: Foundation Press: Thomson Reuters, 2009. p. 625-300.

³⁵⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 182.

técnica de escalada. Afinal, é possível que, a despeito da aquisição, os votos para eleger a diretoria não possam ser suficientes.

Propositalmente, o *Securities Exchange Act* não define o conceito de O.P.A., deixando flexibilidade à SEC e ao Congresso para disporem sobre eventuais normas complementares ao instituto, não o engessando. Assim, a seção 14(d) do *Securities Exchange Act* (alterado pelo *Williams Act*) determina que a intenção de aquisição de ações do público (de companhias abertas, por óbvio), e não de um acionista particular, deve-se lançar mão do mecanismo da O.P.A. quando o adquirente alcance participação superior a 5% (cinco por cento).³⁶⁰ Caso a SEC constate que o adquirente esteja burlando a seção 14(d), isto é, adquirindo participação do público sem a realização da oferta, estar-se-ia, como ensina MUNHOZ, diante das denominadas “*unconventional tender offer*”, isto é, “aquisições realizadas por meio de negócios privados (em bolsa ou fora dela), sem a utilização do método da oferta, mas que evidenciam o esforço público de compra.”³⁶¹ A intenção aqui não é a de, diretamente, proteger os acionistas, mas sim garantir as ofertas ao público sejam, de fato, ao público e não endereçadas a apenas alguns interessados. A intenção de garantir a transparência e segurança sobrepõe-se à regra do tratamento igualitário, mesmo que este esteja, pela aplicabilidade das *unconventional tender offer*, presente. Ademais, as seções 13(d) e 14(d) determinam que o interessado em adquirir mais de 5% (cinco por cento) das ações deve comunicar o mercado e a SEC a sua aquisição, impondo regras rígidas de informação e *disclosure*³⁶² e estipulando prazos mínimos para a duração da oferta. Por fim, a regra 14e-5 do *Securities Exchange Act* proíbe a aquisição de ações, por pessoas envolvidas na O.P.A., de adquirirem ações fora da oferta.

Pode-se dizer que o mecanismo da O.P.A. é obrigatório nos casos de aquisição pública de ações ou quando verificados um dos fatores elencados por GREENE e JUNEWICZ³⁶³.

³⁶⁰ Seção 14(d) do *Securities Exchange Act* de 1934, com última alteração em 2012.

³⁶¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 183. Diante do caráter aberto do conceito “*unconventional tender offer*”, a SEC estipulou oito fatores para a caracterizar: “*Those factors are: (1) whether there is an active and widespread solicitation of public shareholders; (2) whether the solicitation is made for a substantial percentage of the issuer's stock; (3) whether the offer to purchase is made at a premium over the prevailing market price; (4) whether the terms of the offer are firm rather than negotiable; (5) whether the offer is contingent on the tender offer of a fixed minimum number of shares, and, perhaps, is subject to the ceiling of a fixed number of shares to be purchased; (6) whether the offer is open only for a limited period of time; (7) whether the offerees are subject to pressure to sell their stock, and (8) whether public announcements of a purchasing program concerning the target company precede or accompany a rapid accumulation of large amounts of target company securities.*” GREENE, Edward F; JUNEWICZ, James J. A reappraisal of current regulation of mergers and acquisitions. **University of Pennsylvania Law Review**. Philadelphia: v. 132, nº 4, abr./1984. p. 664. Disponível em <http://heinonline.org>. Acesso em 1º de setembro de 2014. Esses fatores permitem que a SEC verifique quais as situações podem disparar a obrigatoriedade de O.P.A..

³⁶² Para maiores informações sobre o procedimento das O.P.A. nos EUA, confira BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 2ª Ed. New York: Foundation Press: Thomson Reuters, 2009. p. 365-376.

³⁶³ Vide nota 361.

Por fim, em relação à possibilidade de aquisição de ações em bolsa (escalada), deve-se frisar, essencialmente, a existência do princípio da não surpresa. Como referido acima, a seção 13(d) do *Securities Exchange Act* exige daqueles que detenham mais de 5% (cinco por cento) das ações que comuniquem o mercado e a SEC, mediante o preenchimento de formulário próprio (*Schedule 13D*). Dentre outras informações, devem ser comunicados a identidade e qualificação do acionista, os motivos que levaram à aquisição de ações (obtenção do controle, realização de incorporação, venda de ativos, alteração da diretoria, etc.) e eventuais contratos ou entendimentos com outros acionistas.³⁶⁴

Portanto, não há a obrigatoriedade de tratamento igualitário nas transferências de controle nos EUA, não sendo exigido o lançamento da O.P.A. no caso de alienação do controle de modo privado. Entretanto, considerando que boa parte das companhias americanas não possui controlador definido ou é controlada pela modalidade de controle minoritário, a utilização das O.P.A. como meio de obtenção do controle é assaz comum, sendo, em algumas circunstâncias, obrigatórias.

2.1.1.2. *As medidas defensivas no sistema americano*

“*Corporate takeovers are analogous to feudal wars, and the lawyers are the mercenaries.*”³⁶⁵ Consequência da predominância das sociedades sem um controlador definido nos EUA e das inúmeras transações verificadas especialmente na década de 1980, foi a crescente utilização de mecanismos de defesa das companhias alvo de tentativas de tomada hostil de controle. Afinal, a adoção de medidas defensivas serve, em regra, para manter o *status quo ante* do grupo controlador, seja controle gerencial seja minoritário.³⁶⁶

A legislação estadual é a responsável pela regulação das medidas defensivas a ponto de haver jurisdições que concedem (i) pouca liberdade na adoção de medidas defensivas (*California*), (ii) ampla liberdade às sociedades na utilização dessas técnicas (*Pennsylvania*) e (iii) certo grau de autonomia às sociedades e aos administradores (*Delaware*).³⁶⁷ Cabe aos

³⁶⁴ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 183. BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 2ª Ed. New York: Foundation Press: Thomson Reuters, 2009. p. 665-366. EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 276-279.

³⁶⁵ Martin Lipton, advogado americano consagrado por desenvolver as famigeradas pílulas de veneno (*poison pills*) como técnica de defesa a tomadas hostis de controle, em reportagem publicada na revista Time em 1979. BUSINESS: THOSE GUNS FOR HIRE. **Time Magazine**. New York: 29 de janeiro de 1979. Disponível em <http://content.time.com/time/magazine/article/0,9171,912315,00.html>. Acesso em 31 de agosto de 2014.

³⁶⁶ Vide item 1.2.2.5 acima.

³⁶⁷ LORENZEN, Marcelo Boff. **Hostile Takeover Defenses in Brazil and the United States: a Comparative Analysis**. LL.M. Harvard Law School, 2014. p. 8. Vide ainda SUBRAMANIAN, Guhan. Bargaining in the

Tribunais estaduais analisarem caso a caso a possibilidade e a proporcionalidade da adoção dessas medidas, dado o conflito existente entre a vontade dos acionistas e dos administradores.

A jurisprudência do Estado de *Delaware* (*Chancery Court* e *Supreme Court*), principal jurisdição societária americana, em síntese demarca os limites da atuação dos administradores ao impedirem ou dificultarem a aquisição do controle da seguinte forma: no julgamento de *Cheff v. Mathess*,³⁶⁸ decidiu-se que a autonomia dos administradores (*business judgement rule*) permitiria a adoção de medidas defensivas quando imbuída de boa-fé e quando demonstrada investigação razoável por parte dos administradores. Em *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*³⁶⁹ o mesmo tribunal reforçou a posição *Cheff v. Mathess*, mas reforçou a aplicabilidade do dever fiduciário aos administradores, exigindo destes a adoção apenas de medidas defensivas proporcionais à ameaça apresentada. Em *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*,³⁷⁰ ficou consignado que o plano de negócio da empresa pode se sobrepor à oferta pecuniária mais vantajosa a curto prazo, autorizando os diretores a agir contra a oferta nessa circunstância.³⁷¹ Em caso mais recente, *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas Inc.*, mencionado por LORENZEN, a *Chancery Court* reafirmou a legalidade da combinação da *poison pill* e a adoção de cargos de diretoria com alternância parcial e progressiva (*staggered board*).³⁷²

Portanto, o mercado de controle (*market for corporate control*) americano, diante de todas essas características, mostra-se o palco adequado para, nas palavras de LIPTON, ocorrer batalhas lendárias para a tomada do controle, hostis ou não. Cabe aos advogados a tarefa de

Shadow of Takeover Defenses. *Yale Law Journal*. New Heaven: v. 113, nº 3, dez./2003. p. 621-686. Disponível em <http://www.yalelawjournal.org/essay/bargaining-in-the-shadow-of-takeover-defenses>. Acesso em 02 de setembro de 2014.

³⁶⁸ STATE OF DELAWARE. **Supreme Court of Delaware**. *Cheff v. Mathes*. 199 A.2d 548 (1964).

³⁶⁹ STATE OF DELAWARE. **Supreme Court of Delaware**. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* 493 A.2d 946 (1985)

³⁷⁰ “*Directors are not obliged to abandon a deliberately conceived corporate plan for a short-term shareholder profit unless there is clearly no basis to sustain the corporate strategy.*” STATE OF DELAWARE. **Supreme Court of Delaware**. *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.* 571 A.2d 1140 (1989).

³⁷¹ Para maiores detalhes, vide BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 2ª Ed. New York: Foundation Press: Thomson Reuters, 2009. p. 386-406. Consulte, ainda, MUNHOZ, Eduardo Secchi. *A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 199-204, e LORENZEN, Marcelo Boff. **Hostile Takeover Defenses in Brazil and the United States: a Comparative Analysis**. LL.M. Harvard Law School, 2014. p. 7-10.

³⁷² “*The Delaware Courts continue to grant boards considerable leeway to adopt measures they deem adequate, as long as these measures do not render the company takeover -proof, and the board members act in the best interest of the corporation in discharging their duties.*” LORENZEN, Marcelo Boff. **Hostile Takeover Defenses in Brazil and the United States: a Comparative Analysis**. LL.M. Harvard Law School, 2014. p. 9. STATE OF DELAWARE. **Court of Chancery of Delaware**. *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.* 16 A.3d 48 (2011).

compreender as especificidades de cada luta para melhor defender seus clientes e atacar os adversários.³⁷³

2.1.1.3. A transferência do controle minoritário nos EUA

O paradigma de dissolução entre propriedade e controle não mais persiste. Tem-se verificado cada vez mais a concentração da propriedade acionária neste mercado, especialmente em vista da crescente participação de investidores institucionais. Diante disso, admitindo a remota possibilidade de o controle majoritário predominar nos EUA, opina-se que a transferência do controle minoritário é de suma importância.

Inexistindo regra de O.P.A. obrigatória na alienação privada de ações, eventual acionista controlador que detenha menos de 50% dos votos, mas que, dada a dispersão acionária, consegue eleger a diretoria, pode ceder, de modo privado, sua participação independentemente de realização de O.P.A. pelo adquirente. Apenas, como visto acima, será necessário informar o mercado e os órgãos governamentais caso a aquisição seja superior a 5% (seção 13(d) do *Securities Exchange Act*).

A característica essencial do controle minoritário é a capacidade de, mesmo com percentual inferior a metade das ações votantes, eleger a maioria da diretoria. Portanto, mostra-se possível que o interessado no controle (i) lance oferta pública hostil, a fim de agregar maior quantidade de ações que o controlador atual; (ii) adquira em bolsa de valores quantidade superior à do controlador original; e (iii) inicie uma disputa de procurações (*proxy fight*) a fim de tomar a posição de controle.

No caso de uma oferta pública (que pode ser parcial até o limite necessário para superar a posição do controlador), será preciso, a par da comunicação à SEC, a aprovação de um número de acionistas que supere a participação do controlador. Caso se verifiquem esforços de o adquirente em, sem lançar a O.P.A., obter a maioria das ações de forma pública, a SEC poderá determinar-lhe a realização a O.P.A. forte no entendimento para a aplicação das “*unconventional tender offer*”.

Do mesmo modo, a escalada em bolsa de valores, embora possível, exigirá que, ao atingir o percentual de 5%, seja informada a SEC da aquisição, com o preenchimento de

³⁷³ Para uma comparação entre as medidas defensivas nos EUA e no Brasil, confira LORENZEN, Marcelo Boff. **Hostile Takeover Defenses in Brazil and the United States: a Comparative Analysis**. LL.M. Harvard Law School, 2014.

formulário específico dando conta das intenções do adquirente. Isso poderá fazer com que o controlador lance mão de técnicas defensivas para impedir a tomada de controle.

Por fim, não se pode deixar de referir a possibilidade de existência de uma disputa por procurações.³⁷⁴ Habitualmente presente nas companhias sem controlador definido, pode-se cogitar da hipótese de um acionista definido, reunindo procurações, obtenha o controle societário, com menos de metade das ações. Caso obtenha-se êxito em recolher o maior número de procurações, o mandatário terá poderes para destituir a diretoria e eleger uma nova. Trata-se de método muito custoso e incerto, sendo preferível o lançamento de oferta pública. Tais regras são reguladas pelas seções 14A e 14C do *Securities Exchange Act*.

Essas seriam as principais possibilidades de aquisição do controle minoritário no ordenamento jurídico americano, devendo-se chamar a atenção para a desnecessidade de realização de O.P.A. na aquisição privada do bloco de controle. Entretanto, existem as possibilidades de aquisição de controle pelo lançamento de oferta pública, disputa por procurações ou aquisição em bolsa de valores.

2.1.2. MODELO EUROPEU: DIRETIVA 2004/13 DA UNIÃO EUROPEIA

2.1.2.1. *Necessidade de uma regulação comum no âmbito europeu*

A regulação da aquisição de controle mostra-se indispensável, já que influencia diretamente o mercado ao pôr em cheque a administração e a gestão de grandes companhias. Isso sem se falar nos diversos conflitos de interesses envolvidos (acionistas, comunidades, controlador, trabalhadores, para se citar alguns) e nos custos advindos dessa transação. Aspectos culturais, legais e regulatórios possuem substancial importância na avaliação sobre a conveniência da transferência de controle.

Não surpreende que a Europa tenha sido o palco da primeira grande regulação comum sobre a questão. A experiência dos países europeus influenciou o mundo por entender a importância da integração regional como meio de desenvolvimento coletivo. Todavia, de uma

³⁷⁴ Exemplo interessante a ser citado é o de John D. Rockefeller, detentor de aproximadamente 14,9% das ações com direito a vota da *Standard Oil of Indiana*, e a diretoria desta, presidida por Colonel Stewart. Por divergências em relação aos negócios da companhia, Rockefeller pediu que Stewart renunciasse. Este, por sua vez, a par de não renunciar, negou a Rockefeller a utilização do pedido público de procuração por meio da sociedade (*proxy machinery*) e obteve apoio substancial de grande parte dos acionistas e funcionários (com distribuição excepcional de dividendos). A votação, ao final, garantiu a Rockefeller o controle com maioria de 59% dos votos. Não fosse seu forte engajamento, Rockefeller teria perdido o controle daquela sociedade. BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006. p.76-77.

Europa mais integrada economicamente emergem conflitos que transbordam o Direito Societário ou o Mercado de Capitais. Conflitos político-culturais, por exemplo, podem ter significativo peso na probabilidade de sucesso de uma tentativa de tomada de controle, hostil ou não.³⁷⁵

Não raras vezes, ocorrem aquisições transfronteiriças (*cross borders*), em que o interessado na obtenção do controle pertence a um país, e o controlador da empresa alvo, os acionistas minoritários e os empregados da sociedade (enfim, todos os importantes personagens de uma sociedade com interesses a serem tutelados) pertencem a outro.³⁷⁶ Nessas situações, é provável – e eventualmente desejável – que a companhia alvo lance mão de instrumentos para inibir a aquisição de controle.

Recentemente, viu-se a negociação entre a aquisição da companhia francesa *Alstom* (atuante no ramo de energia e de transporte) pela companhia americana *General Electric*, cuja oferta atingiu a cifra de aproximadamente 17 bilhões de dólares norte-americanos. Diante da posição estratégica da *Alstom* na economia francesa, o governo socialista temia que o controle passasse às mãos dos norte-americanos, opondo-se formalmente à transação e ameaçando vetar a aquisição. Isso seria possível em razão do ramo da atividade desenvolvida pela sociedade, havendo poder de veto pelo governo.³⁷⁷ Inclusive, para não permitir a aquisição total pela companhia norte-americana, a França cogitou incentivar a alemã Siemens a tomar o controle. Ao final, o governo socialista francês e a *General Electric* encontraram um denominador comum: o Estado francês adquiriria 20% do capital da nova *GE Alstom*, tornando-se o maior

³⁷⁵ “In na increasingly integrated Europe, the implications of these dynamics should fade. In the meantime, however, this element of nationalism continues to have some force.” VENTORUZZO, Marco. Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 193. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013.

³⁷⁶ VENTORUZZO, Marco. Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 193. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013..

³⁷⁷ “The French government said it would oppose General Electric’s \$13.5bn offer for Alstom’s energy business, saying that it wanted the US conglomerate to suggest a different and more equitable deal. [...] ‘French companies are not prey,’ said Mr Montebourg last week, suggesting that he preferred a rival offer from Siemens of Germany, which would involve assets swaps to create two ‘European champions’ in trains and power. [...] ‘The government would like to examine with you the means of achieving a balanced partnership, rejecting a pure acquisition, which would lead to Alstom’s disappearing and being broken up,’ said the letter. [...] The French government has the power to block takeovers of French companies in ‘strategic sectors’, although in practice it uses a mixture of tacit warnings, public threats and financial power to try to influence deals.” STOTHARD, Michael. France to oppose GE’s \$13.5bn Alstom deal. **Financial Times**. Paris: 6 de maio de 2014. Disponível em <http://www.ft.com/cms/s/0/c7529ff2-d4ad-11e3-8f77-00144feabdc0.html>. Acesso em 16 de julho de 2014.

acionista dessa sociedade, com atuação em determinados setores na França, como energia nuclear e energia renovável. Em outras atividades, a GE será a controladora.³⁷⁸

Isso ressalta a necessidade de haver uma regulação eficiente sobre a aquisição de controle, dados os interesses envolvidos e a grande probabilidade de tentativas de *takeovers* ocorrerem em ambientes integrados, como a Europa. É justamente em vista dessas dificuldades que se mostrou necessária a harmonização dessa matéria.

Os debates na Europa sobre a regulação da aquisição de controle começaram no final da década de 80, com a primeira tentativa de aquisição de controle de uma companhia em que os controladores eram de países diferentes. No caso, o empresário italiano Carlo De Benedetti tentou a tomada de controle de uma companhia Belga (*Société Générale de Belgique*). Muito embora a tomada de controle não tenha sido bem sucedida, em vista da aquisição amigável da empresa Belga por uma sociedade francesa,³⁷⁹ o evento demonstrou a importância da regulação sobre a aquisição de controle, até então inexistente.

Logo após o incidente, montou-se em 1989 uma Comissão para elaborar uma norma comum para dispor sobre a aquisição de controle no continente Europeu. A questão, no entanto, não prosseguiu por inexistir, nem dentro da própria legislação doméstica de cada país, uma regulação sobre assunto.³⁸⁰ De qualquer forma, a iniciativa pode ser considerada fundamental por ter, simplesmente, despertado a necessidade de se avançar no estudo e na legislação sobre o tema.

Em 1999, uma nova tentativa de tomada hostil de controle resgatou a proposta de elaboração de uma Diretiva sobre as aquisições de controle. No caso, a sociedade inglesa Vodafone adquiriu o controle da alemã Mannesmann.³⁸¹ Todavia, a proposta, levada a votação em 2001, não foi aprovada por um único voto, tendo o placar da votação apurado 273 votos a favor e 273 votos contra. A rejeição da Alemanha foi determinante, tendo ocorrido por entender

³⁷⁸ “Arnaud Montebourg, economy and industry minister, said Alstom would have ‘disappeared’ if the state had not stepped in to halt GE’s initial bid in April, following up later by taking powers that gave it a veto over a wide range of industrial takeovers. ‘Entering the capital of Alstom will assure the alliance is properly respected, including the number of employees. There will be no knockdown sale of our interests,’ Mr Montebourg said in an interview with *Le Parisien* newspaper.” CARNEGIE, Hugh. France claims victory in forcing GE to revise its Alstom energy bid. **Financial Times**. Paris: 22 de junho de 2014. Disponível em <http://www.ft.com/cms/s/0/4fae5558-fa15-11e3-a328-00144feab7de.html>. Acesso em 16 de julho de 2014.

³⁷⁹ A medida defensiva verificada é a denominada de *White Knight*, em que a sociedade alvo solicita a uma sociedade amiga que a adquirida amigavelmente para que o controle não seja tomado de forma hostil por uma sociedade indesejada.

³⁸⁰ VENTORUZZO, Marco. Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, n° 2, abr./2006. p. 203. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013.

³⁸¹ NAIK, Gautam; RAGHAVAN, Anita. Vodafone, Mannesmann Set Takeover At \$180.95 Billion After Long Struggle. New York: **The Wall Street Journal**, 04/fev./2000. Disponível em <http://online.wsj.com/article/SB949581016407171705.html>. Acesso em 05 de junho de 2013.

que apenas ela havia promovido a liberalização das regras de governança corporativa, e os outros Estados não.³⁸²

De um lado, punham-se aqueles favoráveis à centralização da regulação a fim de eliminar barreiras ao comércio e reduzir os conflitos advindos da competição. Do outro lado, estavam aqueles em prol da competição jurisdicional como meio de incentivar o desenvolvimento, sustentando que as sociedades deveriam optar pelo ordenamento que lhes seria mais favorável.³⁸³ Tal discussão teórica tem uma implicação prática direta: o preço das ações. Uma sociedade constituída em uma legislação desfavorável aos acionistas tende a ter menor valor do que aquela criada em uma legislação protetiva.³⁸⁴ Assim, é evidente a importância do assunto à economia de um bloco econômico cada vez mais integrado.

Após esse período, vários países europeus acabaram editando normas domésticas sobre a aquisição de controle. A exigibilidade de realização de oferta pública de aquisição pela alienação de participação acionária relevante tornou-se a regra nos países integrantes da Comunidade Europeia.

A título exemplificativo, na Itália, na Áustria, na Alemanha, no Reino Unido e nos Países Baixos, a aquisição de participação acionária superior a 30% automaticamente fazia surgir o dever de o adquirente realizar oferta pública de aquisição aos demais acionistas. Na França, esse gatilho fora fixado em 33%, na Suécia, em 40% e, na Espanha, em 25%.³⁸⁵ Outra questão disciplinada individualmente pelos países era a questão do preço mínimo da oferta, que podia ser calculado a partir de diferentes métodos.³⁸⁶

³⁸² VENTORUZZO, Marco. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 204. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013. Para maior aprofundamento sobre o papel desempenhado pela Alemanha na aprovação da Diretiva, bem como as principais modificações legislativas ocorridas neste país, vide CIOFFI, John W. Restructuring "Germany Inc.": The Politics of Company and Takeover Law Reform in Germany and the European Union. **Law & Policy**. Oxford: v 24, Issue 4, out./2002. p. 355-402.

³⁸³ Para maior aprofundamento sobre a dicotomia da competição regulatória entre Estados, vide HERTIG, Gérard; McCALHERY, Joseph A. An Agenda for Reform: Company and Takeover Law in Europe. FERRARINI, Guido et al. (Eds.). **Reforming Company and Takeover Law in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 21-49.

³⁸⁴ Tal posição não se mostra unânime, como demonstrado por ROMANO, Roberta. **The State Competition Debate in Corporate Law**. In: ROMANO, Roberta. Foundations of Corporate Law. 2ª Ed. San Francisco: Lexis Nexis, 2011. p. 117-123: "*In addition, even if stock prices accurately reflect the value of different legal regimes, if the product markets are not competitive or the costs of takeover are substantial, then a manager's livelihood may not be jeopardized by the choice of a non-value-maximizing incorporation state.*"

³⁸⁵ VENTORUZZO, Marco. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 196. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013.

³⁸⁶ No Reino Unido, por exemplo, o preço mínimo da oferta deveria ser equivalente ao maior preço pago pelas ações da empresa no mercado nos últimos 12 meses. Já na Alemanha, o valor mínimo da oferta deveria ser equivalente ao preço mais alto pago pelas ações da companhia alvo pela companhia adquirente nos últimos três meses, desde que não inferior ao preço médio das ações negociadas em bolsa no mesmo período, por

Após os países europeus terem regulado a matéria internamente, possibilitando um maior debate e experiência sobre o assunto, a Diretiva sobre a regulação dos *takeovers* foi aprovada em 21 de abril de 2004, com data de transposição programada para 20 de maio de 2006.³⁸⁷

2.1.2.2. Principais aspectos da Diretiva 2004/25 da União Europeia

As Diretivas são uma forma de harmonização de direito de cima para baixo, mediante a imposição de normas gerais pela União Europeia aos Estados-Membros com um prazo para transposição. Todavia, afirma VENTORUZZO, no caso da Diretiva 2004/25 a situação é inversa: a Diretiva regula a tentativa de tomada de controle a partir de uma espontânea harmonização de baixo para cima entre os países europeus.³⁸⁸

Portanto, a principal característica da Diretiva 2004/25 é encontrar o equilíbrio entre a liberdade de os Estados membros regularem a aquisição de controle conforme as peculiaridades de seus mercados e a necessidade de uma mínima regulação comum sobre essa questão no âmbito da União europeia.³⁸⁹ Isso porque ela mitiga os efeitos de um nacionalismo exacerbado e fornece uma maior transparência e segurança jurídica sobre a aquisição de controle na Europa³⁹⁰

exemplo. VENTORUZZO, Marco. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 199. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013..

³⁸⁷ UNIÃO EUROPEIA. Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição.

³⁸⁸ *While European directives are rightly regarded as a form of top-down harmonization, in the context of takeovers, the final version of the Thirteenth Directive presents distinctive features. On the one hand, it capitalizes on a spontaneous, bottom-up harmonization among several individual Member States, whose regulation converged, as we will discuss, toward the U.K. model.* VENTORUZZO, Marco. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 191. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013.

³⁸⁹ VENTORUZZO, Marco. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 191. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013. No mesmo sentido é a opinião do Prof. Thomas PAPADOPOULOS, ao afirmar: *"The Directive sets out to establish minimum guidelines or the conduct of takeover bids involving the securities of companies governed by the laws of Member States, where all or some of those securities are admitted to trading on a regulated market; it also seeks to provide an adequate level of protection for holders of securities throughout the Community, by establishing a framework of common principles and general requirements which Member States are to implement through more detailed rules in accordance with their national systems and their cultural contexts."* PAPADOPOULOS, Thomas. The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC. **International and Comparative Corporate Law Journal**. Cambridge: v. 6, nº 3, 2008. p. 525. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1114649>. Acessado em 05 de junho de 2013.

³⁹⁰ UNIÃO EUROPEIA. Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões. Aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição de 28 de junho de 2012. p. 2.

A própria Diretiva consigna que seu objetivo primordial é definir as diretrizes básicas sobre a realização de ofertas públicas de aquisição e garantir uma mínima proteção aos titulares de valores mobiliários na União Europeia, o que não pode ser feito de modo satisfatório pelos países membros individualmente considerados.³⁹¹ Dessa forma, a intenção da Diretiva 2004/25 não é dispor de regras sobre a aquisição de controle na União Europeia, mas sim estabelecer as balizas elementares sobre a regulação da tomada de controle na Europa, garantindo transparência e segurança jurídica.

A Diretiva 2004/25, em sua exposição de motivos, torna clara que a elaboração de uma norma supranacional é de fundamental importância à União Europeia. Entre os motivos arrolados, vale citar (i) a coordenação de transferências de controle de sociedades de um Estado-Membro, a fim de torná-las equivalentes no âmbito da União Europeia, (ii) a proteção dos interesses dos sócios e das sociedades em caso de oferta pública em um mercado regulamentado por um Estado-Membro, (iii) a necessidade de clareza e de transparência em nível europeu na regulação das aquisições de controle.³⁹²

Para que houvesse essa harmonização, a Diretiva optou por principal mas não exclusivamente fundar-se nos seguintes conceitos: (i) previsão de oferta pública de aquisição (obrigatória e voluntária), (ii) neutralidade do conselho de administração e (iii) suspensão de

³⁹¹ O Considerando 25 da Diretiva explicita que a regulação comum sobre as aquisições de controle propicia uma maior transparência e segurança aos titulares de valores mobiliários se regulada por cada país membro: “25. [...] definir as orientações mínimas para a realização das ofertas públicas de aquisição e garantir um nível de proteção suficiente aos titulares de valores mobiliários em toda a Comunidade não podem ser suficientemente realizados pelos Estados-Membros devido à necessidade de transparência e de segurança jurídica sempre que as aquisições ou as tomadas de controlo assumam uma dimensão transfronteiras, e podem, pois, devido à dimensão e aos efeitos da acção, ser melhor alcançados ao nível comunitário, a Comunidade pode tomar medidas em conformidade com o princípio da subsidiariedade consagrado no artigo 5.º do Tratado. Em conformidade com o princípio da proporcionalidade consagrado no mesmo artigo, a presente directiva não excede o necessário para atingir aqueles objectivos.” UNIÃO EUROPEIA. Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição.

³⁹² Reproduzem-se os três primeiros considerandos da Diretiva 2004/25:

“1. Em conformidade com a alínea g) do n.º 2 do artigo 44.º do Tratado, é necessário coordenar determinadas garantias que são exigidas pelos Estados-Membros às sociedades sujeitas à legislação de um Estado-Membro e cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação de um mercado regulamentado de um Estado-Membro, a fim de proteger os interesses tanto dos sócios como de terceiros, com o objectivo de tornar essas garantias equivalentes a nível da Comunidade.

2. É necessário proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários das sociedades sujeitas à legislação de um Estado-Membro no caso de essas sociedades serem objeto de ofertas públicas de aquisição ou de mudanças de controlo e quando pelo menos uma parte dos seus valores mobiliários estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado num Estado-Membro.

3. É necessário criar um quadro que se pautar pela clareza e transparência a nível comunitário para as questões jurídicas a resolver em caso de ofertas públicas de aquisição e para impedir que os planos de reestruturação de sociedades na Comunidade sejam deturpados por divergências arbitrárias nas culturas de administração e de gestão.”

Também, sobre as principais motivações à criação de uma Diretiva a respeito das aquisições de controle, cf. HERTIG, Gérard; McCALHERY, Joseph A. *An Agenda for Reform: Company and Takeover Law in Europe*. FERRARINI, Guido et al. (Eds.). **Reforming Company and Takeover Law in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 21-49.

medidas defensivas.³⁹³ São justamente esses três “pilares” que garantem uma harmonização mínima da regulação da aquisição de controle na União Europeia.

Todavia, as maiores críticas sobre a real efetividade da Diretiva para harmonizar o direito da aquisição de controle recaem justamente sobre esses três pilares. Isso porque se por um lado os três princípios basilares da Diretiva visam a encontrar um denominador comum sobre os pontos mais sensíveis da regulação da matéria, por outro lado eles mostram-se genéricos e não vinculativos, na medida em que se permite derogá-los por vontade das partes. Ademais, as críticas existentes ao modelo de tratamento igualitário (com previsão de oferta pública no caso de aquisição de controle) não escaparam à Diretiva.³⁹⁴

De qualquer forma, os três pilares da Diretiva, a seguir analisados, são o ponto de partida para a adequada compreensão do modelo europeu de transferência de controle.

(i) *Oferta Pública de Aquisição (O.P.A.)*. Neste ponto, apenas se abordarão os principais aspectos da O.P.A. no que se refere à Diretiva europeia, a fim de descrever satisfatoriamente o regime de transferência de controle europeu.

É de tradição europeia a exigibilidade de que o adquirente do controle faça uma O.P.A. a todos os demais acionistas, pelo preço oferecido ao controlador. Na esteira da regulação do *Panel on Takeovers and Mergers - Takeover Panel* - britânico, que lançou, em 1968, na Europa a ideia de um órgão de autorregulação sobre as operações societários de fusão, aquisição, incorporação e cisão.³⁹⁵ A partir da autoridade de suas decisões, sempre respeitada pelo mercado, o *Takeover Panel* mostrou-se altamente eficaz no papel de regulação e de fiscalização do mercado. No caso, há uma presunção de que aquele que detém mais de 30% das ações com direito a voto é controlador, mesmo que não detenha o controle de fato, ao menos para fins da

³⁹³ “[...] *the pillars of the European approach: mandatory bids, board neutrality and the breakthrough rule*”. VENTORUZZO, Marco. Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 206. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013.

³⁹⁴ Especificamente quanto à conveniência da exigência de lançamento de oferta pública para a aquisição do controle pela Diretiva 2004/25, vide HANSEN, Jesper Lau. The Directive on Takeover Bids: Unwanted Harmonisation of Corporate Governance. **Nordic & European Company Law Working Paper**. Copenhagen: nº 10-18, jun./2011. p. 29-48. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1869891>. Acesso em 20 de julho de 2014.

³⁹⁵ “*The Panel, its Executive and various Committees, are collectively responsible for writing, adjudicating, and enforcing the City Code on Takeovers and Mergers (the ‘Code’), which governs the conduct of take-over bids in relation to domestically incorporated companies listed in the UK. The Panel’s operation is perhaps the best example of informal public enforcement in the UK.*” ARMOUR, Joh. Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment. **ECGI - Law Working Paper**. Brussels: nº 106/2008, abr./2008. p. 24-25 Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1133542>. Acesso em 24 de julho de 2014. Para maior informações sobre o desenvolvimento e as principais funções do Takeover Panel, vide EIZIRIK, Nelson. HENRIQUE, Marcus de Freitas. VIEIRA, Julioana Botini Hargreaves. O Comitê de Aquisições e Fusões: versão brasileira do Takeover Panel. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 884-912.

aplicação das regras do *Takeover Panel Code*. Assim, qualquer interessado em obter mais de 30% das ações com direito a voto deverá promover uma oferta pública.³⁹⁶

Os demais países da União Europeia, como referido acima, já possuíam mecanismos para oferecer tratamento igualitário aos acionistas minoritários por meio da realização de O.P.A.³⁹⁷ Portanto, a Diretiva não inovou ao exigir a realização de O.P.A. em seu artigo 5.1.³⁹⁸

A Diretiva, intencionalmente, deixou aos Estados-Membros a competência sobre definição de conceito de controle, sobre o gatilho para acionar o mecanismo de oferta pública e sobre o método de cálculo do valor das ações. Limitou-se, nesse aspecto, a dispor sobre a obrigatoriedade de realização da O.P.A.,³⁹⁹ a ponto dessa ampla discricção concedida aos Estados-Membros ser motivo de divergências na doutrina.⁴⁰⁰

³⁹⁶ Conforme definição de controle no *Takeover Code*: “Control means an interest, or interests, in shares carrying in aggregate 30% or more of the voting rights (as defined below) of a company, irrespective of whether such interest or interests give de facto control.” O item 2.2 (f) assim dispõe: “2.2. An announcement is required: (...) (f) when a purchaser is being sought for an interest, or interests, in shares carrying in aggregate 30% or more of the voting rights of a company or when the board of a company is seeking one or more potential offerors, (...)” UNITED KINGDOM. The Panel on Takeovers and Mergers. **The Takeover Code**. Disponível em: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>. Acesso em 24 de julho de 2014. p. C7.

³⁹⁷ Vide nota 385.

³⁹⁸ “5.1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n. 1 do artigo 1. que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmem directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários essa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n. 4.”

³⁹⁹ VENTORUZZO, Marco. Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 206. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013; PAPADOPOULOS, Thomas. The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC. **International and Comparative Corporate Law Journal**. Cambridge: v. 6, nº 3, 2008. p. 527. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1114649>. Acessado em 05 de junho de 2013. Assim dispõe a Diretiva: “5.3. [...] 3. A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, ara efeitos do nº1, bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social.”

⁴⁰⁰ Outra questão controvertida é a permissão expressa para que os Estados-Membros derroguem determinadas disposições da própria Diretiva, esvaziando a necessária harmonização da matéria e o principal objetivo da norma europeia, conforme explicita PAPADOPOULOS. Exemplo disso é o artigo 4.5 da Diretiva 2004/25, verbis:

“[...] 4.5. As autoridades de supervisão devem dispor de todos os poderes necessários para o exercício das suas funções, entre as quais se inclui o dever de assegurar que as partes na oferta respeitem as regras aprovadas ou introduzidas em aplicação da presente directiva.

Sem prejuízo dos princípios gerais enunciados no n.º 1 do artigo 3.º, os Estados-Membros podem estabelecer, nas regras por eles aprovadas ou introduzidas em aplicação da presente directiva, derrogações a estas regras:

i) incluindo essas derrogações nas suas regras nacionais, a fim de ter em conta circunstâncias determinadas a nível nacional, e/ou

ii) conferindo às suas autoridades de supervisão, caso estas sejam competentes na matéria, o poder de não aplicar as regras nacionais, por forma a ter em conta as circunstâncias mencionadas na alínea i) ou outras circunstâncias específicas, exigindo-se, neste último caso, uma decisão fundamentada [...].”

(ii) *Neutralidade do conselho de administração.* A neutralidade do conselho de administração foi adotada pela Diretiva também com inspiração do *Takeover Panel* e consiste na determinação de que o conselho de administração permaneça neutro durante a realização de uma oferta pública, principalmente as hostis. Para isso, é imposto ao conselho o dever de elaborar um parecer fundamentado sobre repercussão da oferta na sociedade e nos empregados, conforme determinação do artigo 9.5.⁴⁰¹

Assim, não é permitida a adoção de medida defensiva visando impedir a tomada de controle, a não ser que haja expressa autorização da assembleia geral de acionistas, conforme regra do artigo 9.2.⁴⁰²

Outro motivo a embasar a regra de neutralidade é evitar a auto preservação dos Diretores que, para permanecerem no seu emprego, promovem medidas defensivas a fim de evitar a aquisição de controle por terceiro, mesmo que a transferência seja benéfica à companhia.⁴⁰³

(iii) *Suspensão de medidas defensivas.* Enquanto a neutralidade do conselho se refere à impossibilidade de tomada de medidas direcionadas contra a oferta pública pelo conselho de administração sem prévia autorização da assembleia geral, a suspensão de medidas defensivas

Por outro lado, VENTORUZZO afirma que essa abstração da Diretiva no que diz respeito a algumas matérias é necessária em vista das peculiaridades da estrutura do mercado de capitais de cada país. Seria, pois, indispensável conceder maleabilidade à regulação para que a Diretiva, a par de aprovada, pudesse harmonizar, e não unificar, diferentes estruturas.

Exemplo dessa característica genérica da Diretiva é sua opção de não dispor sobre o percentual de ações que representa o controle acionário. Isso porque em mercados com concentrada a estrutura de propriedade do capital (e.g. 50% das ações estariam na mão do controlador), a imposição de uma oferta pública para aquisição hostil a partir de 30% acabaria por encarece-lo, pois a aquisição de valor assaz inferior ao necessário para obtenção do controle já exigiria a realização de oferta pública. A situação inversa também é verdadeira, porquanto seria possível obter o controle de uma companhia muito pulverizada (digamos com concentração em torno de 20%) sem que fosse necessário realizar a oferta.

Portanto, em vista de inúmeras peculiaridades, inclusive econômicas e estruturais de cada país, a Diretiva teve de ser aberta e genérica. Até porque é menos difícil a cada estado regular estas questões de acordo com suas peculiaridades (tarefa já praticamente hercúlea) do que atribuir tal desafio à União Europeia.

⁴⁰¹ “9.5. O órgão de administração da sociedade visada deve elaborar e tornar público um documento de que conste o seu parecer fundamentado sobre a oferta, nomeadamente quanto às repercussões da aplicação da oferta sobre os interesses da sociedade no seu conjunto, incluindo o emprego, e quanto aos planos estratégicos do oferente para a sociedade visada e as suas eventuais repercussões a nível do emprego e dos locais em que a sociedade exerça actividade enunciados no documento de oferta, em conformidade com a alínea i) do n. 3 do artigo 6º. O órgão de administração da sociedade visada deve apresentar simultaneamente este parecer aos representantes dos trabalhadores da sociedade ou, na sua falta, aos próprios trabalhadores. Se o órgão de administração da sociedade visada receber em tempo oportuno um parecer distinto dos representantes dos trabalhadores quanto às repercussões a nível do emprego, este será apenso ao referido documento.”

⁴⁰² “9.2. No período referido no segundo parágrafo, o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de accionistas para o efeito antes de empreender qualquer acção susceptível de conduzir à frustração da oferta, exceptuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada.”

⁴⁰³ HERTIG, Gérard; McCALHERY, Joseph A. *An Agenda for Reform: Company and Takeover Law in Europe.* FERRARINI, Guido et al. (Eds.). **Reforming Company and Takeover Law in Europe.** Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 24.

se refere às medidas defensivas pré-estabelecidas, seja no estatuto social seja em acordos de acionistas.

Isto é, determinadas *poison pills* incluídas no estatuto, quando da constituição da sociedade, permanecerão sem efeito no momento da realização de uma oferta pública por sociedade interessada, nos termos do artigo 11.3: “As restrições em matéria de direito de voto previstas nos estatutos da sociedade visada ficam sem efeito na assembleia-geral de accionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9º.”

Considerando que há inúmeras medidas defensivas adotadas em variados Estados da União Europeia, tanto a regra de neutralidade quanto a da suspensão de medidas defensivas visam a estabelecer um padrão mínimo nos Estados-Membros no que se refere à adoção de técnicas defensivas e a incentivar transferências de controle eficientes. Ocorre que esse intuito foi concomitantemente incentivado e desincentivado pela Diretiva 2004/25. Assim como se demonstrou a crítica feita ao primeiro pilar da Diretiva (ausência de determinação de um gatilho para disparar a oferta pública, ausência de definição de controle ou a ausência de disposição sobre o método de cálculo do valor da oferta), o segundo e o terceiro pilar também se mostram frágeis. Com efeito, o incentivo de transferências eficientes por meio da adoção da regra de neutralidade (artigo 9º) e da regra de suspensão das medidas defensivas (artigo 11º) é louvável. Não obstante, o artigo 12 da Diretiva praticamente esvazia esse intuito. Isso porque este dispositivo torna *facultativa* a adoção pelo Estado-Membro destas duas regras.⁴⁰⁴

Conforme o Prof. VENTORUZZO, o artigo 12 é uma “ironia” à tentativa de harmonização: “*The irony of this supposed harmonization is that, as to two of the three features, the supposed imposition of new law by the European legislature is really a recommendation.*”⁴⁰⁵

Dessa forma, é inegável que, a despeito da mínima harmonização conferida pela Diretiva, com a adoção de cláusulas abertas e facultativas, ela criou um denominador comum

⁴⁰⁴ “11. Os Estados-Membros podem reservar o direito de não exigir que as sociedades a que se refere o n. 1 do artigo 1º, com sede social nos respectivos territórios, apliquem o disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 9º [regra de neutralidade] e/ou no artigo 11º [suspensão de medidas defensivas].”

⁴⁰⁵ Considerando esses fatores, a Doutrina europeia, conforme afirma VENTORUZZO, classifica a implementação da Diretiva como uma harmonização *soft* ou mesmo como uma harmonização defeituosa, em vista das regras que tornam elementos essenciais da Diretiva como derogáveis ou como facultativas. Todavia, como afirmado no início do capítulo, não se pode perder de vista que a Diretiva 2004/25, que levou aproximadamente 15 anos de maturação até sua aprovação, foi construída de baixo para cima. É nesse espírito que deve ser analisada a questão. É inquestionável que a tentativa de harmonizar a regulação das ofertas públicas na União Europeia, mesmo que se considere uma harmonização *soft*, permitiu que diversos Estados-Membros confrontassem a mesma matéria a partir de um denominador comum. Isso, ao menos, permite a identificação de semelhanças e de diferenças entre os países, favorecendo a transparência e, conseqüentemente, a defesa dos acionistas – um dos principais objetivos da Diretiva. VENTORUZZO, Marco. Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 211.

sobre a regulação dos *takeovers*, incumbindo os Estados-Membros de intensificar a nivelção por ela iniciada.

2.1.2.3. *A transferência do controle minoritário segundo a Diretiva 2004/25*

Vistas as principais especificidades da Diretiva 2004/25, não podemos nos furtar de analisar a situação da transferência do controle minoritário segundo a Diretiva europeia. Afinal, a estipulação do gatilho para o lançamento da oferta em níveis desde 25% (Espanha) a 40% (Suécia) das ações com direito a voto não deixa dúvidas sobre a importância da aquisição do controle minoritário no continente Europeu.

A primeira dificuldade para regular essa modalidade de transferência de controle seria a grande diferença estrutural de cada mercado de capitais da Europa. Em vista disso, a Diretiva deixou a cargo de cada Estado-Membro a estipulação dos percentuais que disparam a O.P.A.. Em países cuja propriedade acionária é altamente concentrada, o percentual tende a ser maior; nos países com estrutura de capital mais diluída, o inverso. Essa delegação facilita eventual necessidade de alteração desses percentuais, caso necessário, pois seria necessária a deliberação do próprio Estado-Membro internamente, sendo prescindível a atuação do parlamento europeu com regras mais complexas para a aprovação das matérias.

A segunda dificuldade à regulação do controle minoritário é justamente a definição de controle, deixada a cargo, igualmente, dos Estados.⁴⁰⁶ Assim, a existência do controle minoritário dependerá da legislação de cada país. Nesse ponto, há ainda uma definição controversa na Diretiva sobre a definição de “*peças que actuam em concertação*”, as quais, segundo a Diretiva, são as “*peças singulares ou colectivas que cooperam com o oferente ou com a sociedade visada com base num acordo, tácito ou expresse, oral ou escrito, tendo em vista, respectivamente, obter o controlo da sociedade visada ou impedir o êxito da oferta;*”⁴⁰⁷ Essa questão é objeto também do *Takeover Panel* britânico, em seu item 9.1.b.⁴⁰⁸ Dessa forma,

⁴⁰⁶ “Artigo 5.3. A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, para efeitos do n.º 1, bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social.” Confira, ainda, MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p.254.

⁴⁰⁷ Artigo 2.1.d. da Diretiva 2004/25.

⁴⁰⁸ “9.1 WHEN A MANDATORY OFFER IS REQUIRED AND WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR MAKING IT. (...). Except with the consent of the Panel, when: (...) (b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also

a Diretiva prevê que, quando mais de uma pessoa age em concerto e com a finalidade comum de obter o controle, ambas são consideradas como o mesmo centro de imputação jurídica para fins da necessidade de realização de O.P.A. Todavia, a amplitude conceitual e sua dificuldade de definição objetiva acabam favorecendo a incerteza.⁴⁰⁹ Essa incerteza, ao se falar em uma situação de controle minoritário, agrava-se. Isso porque, a par da indefinição sobre o conceito de controle, a definição sobre o alcance hermenêutico da atuação em conjunto de dois ou mais acionistas (aqui admitido como grupo controlador titular de bloco de controle) torna-se absolutamente dependente da regulação interna de cada membro.⁴¹⁰

Diante desse quadro, sem prejuízo das críticas à maleabilidade e à generalidade da Diretiva ao delegar para cada Estado a definição de controle e do gatilho da O.P.A., ela optou por criar duas modalidades de O.P.A.: a obrigatória e a facultativa, abarcando de modo seguro as alienações de controle com e sem controlador definido. Nesses termos, houve a criação de um ambiente regulado de forma nivelada (*level playing field*).

A O.P.A. torna-se obrigatória quando alguém, mediante negócios privados, adquire participação acionária relevante (segundos os percentuais definidos em cada Estado-membro). Presume-se, daí, a aquisição de controle, obrigando o adquirente a lançar a O.P.A. aos demais acionistas segundo os critérios de avaliação definidos por cada Estado. Vale dizer, a aquisição do controle minoritário na União Europeia somente exige a realização de O.P.A. (obrigatória) no caso de aquisição superior ao percentual definido por cada país, segundo o artigo 5º.⁴¹¹ As aquisições inferiores ao parâmetro legal, por sua vez, não a tornam obrigatória. Se por um lado esses percentuais podem não corresponder à realidade de cada mercado, sendo ora inferiores

to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases.” UNITED KINGDOM. The Panel on Takeovers and Mergers. **The Takeover Code**. Disponível em: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>. Acesso em 24 de julho de 2014. p. F1.

⁴⁰⁹ BÖCKLI, Peter et al. Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive. **University of Cambridge Faculty of Law Research Paper**. Cambridge: n° 5, jan./2014. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2362192>. Acesso em 26 de julho de 2014.

⁴¹⁰ “*Deliberate uncertainty creates scope for opportunistic behaviour and for deterrence and protectionism. The application of the rule on “acting in concert” in relation to a specific offer should be clear and predictable. Moreover, a definition that is appropriate for one jurisdiction may not be appropriate in another as this is affected by many aspects that are jurisdiction-specific, path dependent and determined by a cultural traditions. The prevalence of dispersed ownership or ownership concentration and of shareholder agreements differs from one member state to another, creating different control situations in each member state. European wide harmonisation in this respect would most likely not improve the regulatory environment and may even increase uncertainty*” BÖCKLI, Peter et al. Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive. **University of Cambridge Faculty of Law Research Paper**. Cambridge: n° 5, jan./2014. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2362192>. Acesso em 26 de julho de 2014. p. 5.

⁴¹¹ Vide nota 398.

ora superiores à participação do controlador, por outro, eles oferecem segurança e previsibilidade ao mercado e aos acionistas.⁴¹²

A fim de mitigar os problemas advindos da fixidez do parâmetro legal que dispara a O.P.A., a Diretiva prevê algumas exceções. Estão dispensados de realização da O.P.A. obrigatória (i) o acionista que já detenha mais de 50% das ações com direito a voto, na eventualidade de aquisição de bloco de ações superior ao limite previsto legalmente; (ii) o acionista que adquira bloco de ações acima do percentual estabelecido, mas que demonstre que outro acionista detém participação superior, (iii) o acionista tenha recebido bloco de ações a título gratuito.⁴¹³

Portanto, a aquisição de bloco minoritário, superior ao parâmetro legal da O.P.A., exige sua realização, ressalvadas as hipóteses de não aplicabilidade, haja ou não haja controlador definido. Aquisição inferior ao gatilho da O.P.A., mesmo que garanta o controle minoritário, prescinde de sua realização.

A O.P.A. voluntária, a seu turno, verifica-se sempre na aquisição do controle de companhias sem controlador definido ou com controle minoritário. Evidentemente não se pode cogitar de O.P.A. voluntária – para aquisição de controle – diante de uma companhia com controlador majoritário, porquanto a aprovação é pressuposto. Normalmente, essa modalidade dá-se pela tentativa de tomada hostil do controle (sem a participação do controlador, se houver) ou pela modalidade de oferta concorrente, dispensa a exigibilidade de lançamento da O.P.A. obrigatória mesmo caso haja aquisição superior ao limite legal.⁴¹⁴

Conclui-se, pois, que essa modalidade se mostra fundamental na aquisição do controle minoritário. Isso porque, não havendo negociação mediante negócios privados, o então acionista minoritário controlador, caso haja aprovação dos acionistas não controladores (maioria), perderá seu *status*, que passará ao novo controlador; agora majoritário, porém.

2.2. O PROBLEMA DO CONTROLE MINORITÁRIO: ARTIGO 254-A DA L.S.A.

⁴¹² MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 255.

⁴¹³ VENTORUZZO, Marco. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal**. Austin: v. 41, nº 2, abr./2006. p. 197. Cf. também MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p.255-256.

⁴¹⁴ “Artigo 5.3. 2. O dever de lançar uma oferta previsto no n.o 1 não é aplicável quando o controlo tiver sido adquirido na sequência de uma oferta voluntária realizada em conformidade com a presente directiva, dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações.”

O controle minoritário possui dois problemas no direito brasileiro: a dificuldade de sua caracterização e a dúvida quanto à aplicabilidade do artigo 254-A da L.S.A. em caso de sua alienação. Neste ponto, buscar-se-á resolver o segundo problema: a alienação do controle minoritário exige o lançamento de O.P.A. por alienação de controle na forma do artigo 254-A da L.S.A.?

2.2.1. TRANSFERÊNCIA DO CONTROLE NO DIREITO BRASILEIRO

2.2.1.1. *Aquisição Originária e Derivada de Controle*

É controlador aquele que é titular do bloco de controle. É adquirente aquele que, de alguma forma, torna-se titular do bloco de controle. Para tanto, há basicamente três possibilidades que permitem a transferência do controle: (i) a aquisição sucessiva de ações de companhias de capital disperso na bolsa de valores até que o adquirente detenha mais ações votantes que o então controlador, preenchendo os requisitos do artigo 116 da L.S.A., denominada “escalada em bolsa de valores”; (ii) a tomada hostil (ou amigável) do controle por meio de lançamento de O.P.A. sem a participação do acionista controlador (oferta não solicitada) e (iii) a cessão ou a alienação do bloco de controle pelo grupo controlador da companhia ao adquirente.

Diante dessas três possibilidades, podemos coordená-las da seguinte forma: as hipóteses (i) e (ii) representam a transferência do controle sem que haja a passagem do bloco de controle do então controlador ao controlador adquirente. Já a hipótese (iii) é caracterizada pela transferência do bloco de controle propriamente dito, verificando-se o negócio jurídico da alienação. Daí a clássica diferenciação entre o termo aquisição do bloco de controle originária e derivada: “é derivada quando a pessoa o adquire – como universalidade de fato – de quem já o possuía como coisa coletiva. É originária quando não existia no patrimônio do controlador.”⁴¹⁵

O negócio jurídico de aquisição originária, a partir de agora mencionado apenas como “aquisição”, caracteriza-se pela aquisição de ações que poderão eventualmente formar um bloco de controle específico não existente anteriormente no patrimônio de outra pessoa ou grupo. Vale dizer, a aquisição originária resulta da formação de um novo bloco de controle sem que

⁴¹⁵ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e Aquisição de Controle. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: n°59, p.56-67, jul./set.,1985. p. 56.

haja a transmissão por aquele que o detinha.⁴¹⁶ Essa especificidade torna tal modalidade de aquisição de controle ideal para companhias sem controlador majoritário, já que, neste último caso, a concordância do atual controlador torna-se indispensável à verificação da transferência de controle. Essa aquisição pode ocorrer inclusive sem que o controlador “adquirente” aumente sua participação. Afinal, sendo o poder de controle um poder de fato, a mera redução acionária do antigo controlador ou o desfazimento do bloco de controle pode fazer emergir um novo controlador que, por exemplo, possuía a segunda maior posição acionária na sociedade. A subscrição de novas ações em um aumento de capital e a celebração de acordo de acionista com tal escopo são exemplos mencionados por LAMY FILHO como aquisição do poder de controle.⁴¹⁷ Exemplo recente é o caso da Usiminas S.A. que, diante da disputa entre dois controladores vinculados a um acordo de acionistas e do possível impedimento de ambos em indicarem os membros do conselho de administração, tal tarefa poderá recair sobre os então acionistas minoritários.⁴¹⁸

A aquisição derivada de controle, a seu turno, importa na transferência do poder de controle de quem o detinha, nas mesmas condições anteriores, por meio da alienação das ações integrantes do bloco de controle. O negócio jurídico de alienação de controle é exemplo típico de aquisição derivada, visto que há a transferência de toda a universalidade do controle anteriormente existente ao novo controlador em vista da transferência do bloco de controle (ou parte dele). Há apenas a mudança da titularidade sobre a mesma situação jurídica que atribuía o controle ao antigo detentor, como se o bloco de controle passasse de uma mão para outra. Outras hipóteses de aquisição derivada de controle seria o recebimento do bloco de controle a título de doação ou herança. A ênfase, pois, recai sobre a característica do bloco transferido,

⁴¹⁶ PONTES DE MIRANDA dá especial atenção ao termo atrair quando se está diante de aquisição originária, pois não há a “criação” ou a “formação” de um novo direito de dominação por vontade do adquirente. Haveria, em verdade, uma atração desse direito pelo adquirente na forma por ele desejada: “Desses conceitos, algumas definições e enunciados se tiram que são tanto jurídicos quanto lógicos: a) Na aquisição originária, o domínio é adquirido tal como o adquirente o atrai. Não dissemos ‘tal como a vontade do adquirente o criou’, ou ‘tal como a vontade do adquirente o constitui’, erro em que incorrem os juristas [...] b) Sendo derivada a aquisição, a propriedade transfere-se tal como se achava com o sucedido ou transferente.” MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**: Parte geral, Tomo XI, Direito Aquisição das Coisas: Propriedade. da propriedade imobiliária. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984. p. 107. Portanto, o bloco de controle adquirido originariamente seria atraído pelo adquirente, e não por ele criado.

⁴¹⁷ LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.**: Exposições e Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 702.

⁴¹⁸ Em 06 de abril de 2015, em Assembleia Geral Extraordinária da Usiminas, confirmou-se a aquisição – originária – do controle por um grupo minoritário liderado por Lirio Parisotto por meio da L. Par., com aproximadamente 10% das ações ordinárias, sem que tenha havido qualquer transferência de titularidade de ações entre os controladores antigos e os atuais acionistas que obtiveram a maioria do conselho de administração. Houve, pois, a formação de um novo bloco de controle em vista de impedimentos de legais no exercício do direito de votos dos controladores antigos. RIBEIRO, Ivo *et al.* Marcelo Gasparino é eleito presidente do conselho da Usiminas. **Valor Econômico**, São Paulo, 07 de abril de 2015. RIBEIRO, Ivo *et al.* Disputa pelo conselho da Usiminas faz ação disparar. **Valor Econômico**, São Paulo, 03 de fevereiro de 2015.

que não sofre alterações, exceto quanto às relativas a sua titularidade e a quantidade de ações integrantes.

Por fim, existe a hipótese de aquisição semiderivada em que, consoante ensinamentos de CARVALHOSA, mostra-se presente quando um acionista adquire parte de ações do bloco de controle e parte de ações de fora do bloco de controle. Quando tal situação resultar, dada a modificação de participações acionárias, a transferência do controle, estaríamos diante de uma aquisição semiderivada.⁴¹⁹ Para nós, tal modalidade deve ser caracterizada como espécie de aquisição derivada, visto que o artigo 254-A expressamente refere “parte das ações de controle.” Sendo a alienação exemplo típico de aquisição derivada, a aquisição de parcela dessas ações, por opção legislativa, integra a noção de aquisição derivada.

Para fins desse trabalho, a partir desse momento, a aquisição originária do controle será referida apenas como “aquisição de controle”, ao passo que sua aquisição derivada, dado o objeto deste estudo, será tratada apenas como “alienação de controle”. Ao se mencionar a transferência de controle de modo genérico, utilizar-se-á o termo “transferência de controle”, dos quais aquisição e alienação de controle são espécies.

2.2.1.2. As modalidades de O.P.A. relativas à transferência de controle

A operação de transferência do controle e o instituto da oferta pública de ações estão intimamente interligados, ora porque o próprio adquirente do controle opta por lançar mão da O.P.A. ora porque o ordenamento jurídico o obriga a lançá-la em diversas situações. Por isso, o estudo das O.P.A. é central e determinante para o objeto de nosso trabalho.

São raros os casos de transferência de controle sem que a O.P.A. seja deflagrada. A escalada em bolsa de valores e alienação do controle em países em que impera a regra de mercado seriam exemplos de que se prescindiria, em tese, o lançamento da O.P.A.⁴²⁰ Todavia, como visto, a escalada em bolsa não é habitual, pois é um método custoso, lento e incerto. Igualmente, mesmo em países com a regra de mercado, existem normas regulatórias que determinam o lançamento de O.P.A. quando percentual determinado de ações adquiridas é atingido. Ainda, a existência de poison pills (especialmente a brasileira) ou mecanismos de proteção à concentração acionária também acabam por exigir, contratualmente, o lançamento de O.P.A. em caso de escalda em bolsa de valores. Portanto, pode-se afirmar que, nas poucas

⁴¹⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: 4º volume, tomo II, Arts. 243-300. 5. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 227.

⁴²⁰ Vide item 2.1. acima.

hipóteses em que o ordenamento jurídico não ordena a utilização da O.P.A. como instrumento para a transferência do controle, sua utilização ocorre por conveniência do próprio adquirente, por se tratar de mecanismo conveniente ou necessário.⁴²¹

Há diversas modalidades de ofertas públicas.

As “ofertas públicas de distribuição” de ações têm por objetivo a “colocação de ações ou de outros valores mobiliários no mercado de capitais.”⁴²² As ofertas de distribuição dividem-se em: ofertas primárias, quando são emitidos novos valores mobiliários pela companhia para captação de recursos e secundárias; ofertas secundárias, quando os detentores de valores mobiliários já emitidos pela companhia apelam ao público para venderem seus títulos no mercado, sendo os valores revertidos aos titulares, e não à companhia (como no caso da oferta primária).⁴²³ Não há, pois, relação direta com a transferência de controle.

Já as ofertas públicas de aquisição de ações podem ser classificadas quanto a sua obrigatoriedade: **(i) oferta pública de aquisição obrigatória**, que possui três modalidades: (i.a) *oferta pública de aquisição para cancelamento de registro de companhia aberta* (artigo 4º, § 4º, da L.S.A.); (i.b) *oferta pública de aquisição em caso de aumento de participação do acionista controlador que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes* (artigo 4º, § 6º, da L.S.A.); e (i.c) *oferta pública de aquisição em caso de alienação do controle* (artigo 254-A da L.S.A.), a seguir referida como “O.P.A. por alienação de controle”; e **(ii) oferta pública de aquisição voluntária**, que possui duas modalidades (ii.a) *oferta pública de aquisição para aquisição de controle* (artigo 254 da L.S.A.), a seguir referida como “O.P.A. para aquisição do controle”; e (ii.b) *oferta pública de aquisição concorrente* (artigo 262 da L.S.A.), a seguir

⁴²¹ Em companhias com controle minoritário, por exemplo, podem-se fazer necessárias a aquisição de grande volume de ações que jamais seria obtida por meio de aquisição em bolsa de valores.

⁴²² EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais** - Regime Jurídico. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 139.

⁴²³ Para maiores informações de ofertas públicas de distribuição, inclusive as ofertas privadas e as com esforços restritos, vide EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais** - Regime Jurídico. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 139-140.

mencionado como “O.P.A. concorrente”.⁴²⁴ A Instrução 361/2002 da CVM regulamenta cada uma das modalidades de ofertas públicas de aquisição.⁴²⁵

Diante desse retrato, limitaremos nosso estudo às modalidades de O.P.A. relacionadas às transferências (mesmo que potenciais) de controle: O.P.A. por alienação de controle, O.P.A. para aquisição do controle e O.P.A. concorrente.

A L.S.A., ao dispor sobre a transferência de controle, prevê a utilização de O.P.A. de acordo com a especificidade da estrutura de controle e de capital da companhia. Não se pode, à primeira vista, classificar cada modalidade da O.P.A. de acordo com a natureza do negócio jurídico subjacente, seja a alienação seja a aquisição de controle. MUNHOZ, com acuidade, definiu as duas modalidades principais de O.P.A. em razão da (i) existência de controlador definido e (ii) da dispersão acionária:

A Lei das S.A. concebeu duas formas de aquisição de controle acionário, uma relacionada à companhia com acionista controlador definido (alienação de controle – art. 254-A) e a outra adequada à companhia com dispersão acionária (aquisição de controle mediante oferta pública – art. 257).⁴²⁶

Isso nos leva a concluir que a modalidade de controle interno não é fator determinante para a deflagração de uma ou de outra forma de O.P.A. É, sim, essencial a verificação da natureza jurídica negócio jurídico de transferência de controle, isto é, se se está diante de uma “aquisição” (originária) ou de uma “alienação” (aquisição derivada), conforme visto no item acima.

⁴²⁴ A fim facilitar a leitura, a partir de agora o termo O.P.A. refere-se unicamente à modalidade de oferta pública de aquisição referente às transações de controle (O.P.A. por alienação de controle, O.P.A. para aquisição do controle e O.P.A. concorrente). Ilustra-se a classificação das Ofertas Públicas de Aquisição da seguinte forma:

Tabela 6 – Síntese das Modalidades de Ofertas Públicas

Modalidades	Hipóteses
O.P.A obrigatória	- Fechamento de Capital (Artigo 4º, § 4º, da L.S.A.) - Aumento de participação do controlador com impedimento de liquidez (Artigo 4º, § 6º, da L.S.A.) - Alienação do controle (Artigo 254-A da L.S.A.)
O.P.A voluntária	- Aquisição do controle (Artigo 257 da L.S.A.) - Oferta Concorrente (Artigo 262 da L.S.A.)

⁴²⁵ Para fins desse trabalho, a presente classificação mostra-se adequada. Para maiores detalhes sobre as classificações das O.P.A. em todas as suas espécies, vide CARVALHOSA, Modesto. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. 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. COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 196-213. LUCCA, Newton De; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. A oferta pública de aquisição. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Direito societário: gestão e controle**. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 24-77.

⁴²⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 311-312.

Caso o negócio jurídico seja classificado como alienação (ou qualquer outra modalidade de aquisição derivada), nos termos do artigo 254-A da L.S.A., estaremos diante de uma O.P.A. por alienação de controle; caso o negócio jurídico seja classificado como aquisição, nos termos do artigo 257 da L.S.A., será aplicada a O.P.A. para aquisição de controle.

Em relação às modalidades de controle interno, podemos genericamente verificar que companhias com um controlador majoritário não poderão, em regra, ser objeto de uma O.P.A. para aquisição de controle, porquanto, necessariamente, o bloco de controle deverá ser transferido a outro controlador, tal como se encontrava anteriormente (aquisição derivada).⁴²⁷ Assim, companhias com controlador majoritário mostram-se adequadas apenas a transferências de controle por meio de sua alienação. Já as companhias com controle gerencial, são propícias à O.P.A. por aquisição de controle, visto que não há a cessão de tal bloco, obviamente. A precaução de MUNHOZ ao afirmar que a O.P.A. por alienação de controle ocorreria quando houvesse controlador definido e que a O.P.A. para aquisição de controle quando houvesse dispersão acionária⁴²⁸ reside justamente na posição intermediária do controlador minoritário. Ele pode ora caracterizar-se como companhia com controlador definido ora como companhia com dispersão acionária. Daí a controvérsia a respeito do tema, a ser aprofundada nos próximos capítulos.

2.2.1.3. Funções da O.P.A.

O mercado de capitais é um ambiente desenhado para, em situações ideais, ser eficiente. A maior demonstração disso é o papel que o “mercado de controle” (*market for corporate control*) exerce nesse contexto. O preço de mercado das ações representaria o desempenho dos administradores e a previsão de rentabilidade futura da companhia, de modo que uma má administração será alvo fácil de uma tomada de controle. Isso incentiva os administradores a maximizarem o preço das ações, atuando como forte redutor dos custos de monitoramento.⁴²⁹

⁴²⁷ Frisa-se que que companhias com alta concentração de capital podem ser objeto da O.P.A. por aquisição caso o maior acionista resolva não exercer, tal como exige o artigo 116 da L.S.A. o controle, de forma que outro grupo de acionista pode vir a lançar mão da O.P.A. do artigo 257 para a aquisição de controle.

⁴²⁸ Vide citação referente à nota 426 acima.

⁴²⁹ “A fundamental premise underlying the market for corporate control is the existence of a high positive correlation between corporate managerial efficiency and the market price of shares of that company. As an existing company is poorly managed-in the sense of not making as great a return for the shareholders as could be accomplished under other feasible managements-the market price of the shares declines relative to the shares of other companies in the same industry or relative to the market as a whole. This phenomenon has a dual importance for the market for corporate control. In the first place, a lower share price facilitates any effort to take over highpaying managerial positions. (...) It is far more likely that a second kind of reward provides the primary motivation for most take-over attempts. The market price of shares does more than

*“Managers must perform well to keep share prices high; if they do not, they can expect to be replaced.”*⁴³⁰

Em busca da eficiência, criaram-se dois sistemas antagônicos que divergem especificamente sobre a aplicabilidade da O.P.A. nas transações de controle.

A O.P.A. encontra-se inserida no contexto do mercado de controle como instrumento de eficiência de mercado, tendo como principais funções: (i) a concessão de direito de desvinculação dos acionistas não controladores à companhia em caso de alienação do controle, caso entendam que a transferência lhes trará prejuízo (transferência ineficiente); (ii) a extensão do prêmio de controle aos minoritários, pois o adquirente é obrigado a ofertar a aquisição das ações aos demais acionistas de mesma espécie nas mesmas condições⁴³¹ da oferta ao controlador (tratamento igualitário).

Não é difícil contra-argumentar a ambas as finalidades da O.P.A.: a um, porque é garantido ao insatisfeito o direito de vender sua participação no próprio mercado, pelo valor da cotação do dia; a dois, porque é difícil não ver lógica na atribuição de um valor maior àquelas ações que permitem o exercício do controle, seja porque aos controladores são imputáveis responsabilidades próprias seja porque os benefícios privados do controle podem ser mensurados pecuniariamente.

Com efeito, como visto no item 2.1, o modelo de “regra de mercado” não prevê a utilização da O.P.A. em caso de transferência de controle. A alienação de ações integrantes do bloco de controles são livremente transferidas. A inexistência de O.P.A. dispensa o adquirente de arcar com todo o custo da oferta, facilitando a aquisição e a substituição de eventuais administradores ineficientes: *“the sale of control may lead to new offers, new plans, and new working arrangements with other firms that reduce agency costs and create gains from new business relationships”*. Ademais: *“this unequal distribution may cut the costs to purchasers of*

measure the price at which the normal compensation of executives can be "sold" to new individuals. Share price, or that part reflecting managerial efficiency, also measures the potential capital gain inherent in the corporate stock. The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently.” MANNE, Henry G. Mergers and the Market for Corporate Control. **The Journal of Political Economy**. Chicago: v. 73, nº 2., abr./1965. p. 111-12. Vide ainda EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 117.

⁴³⁰ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 96.

⁴³¹ Ressalva-se que o Artigo 254-A da L.S.A. não prevê o princípio do tratamento igualitário, mas sim a regra do “valor diferenciado de ações da mesma espécie”, conforme será abordado no item 2.2.2.1.2 abaixo.

*control, increasing the number of beneficial control transfers by the incentive for inefficient controllers to relinquish their positions.”*⁴³²

Já a regra de “tratamento igualitário” não parte do princípio de que todas as transferências de controle são eficientes e favoráveis à companhia. É possível que um adquirente obtenha o controle não para melhorar sua gestão, mas sim para extrair benefícios privados em detrimento dos demais acionistas. A O.P.A. por alienação do controle permitiria não só a consagração do princípio de equidade, com o compartilhamento do valor do controle entre todos os acionistas, mas também restringiria que controladores mal intencionados obtivessem o controle.⁴³³

A justificativa para tal posicionamento seria, para alguns autores como BERLE e MEANS, a titularidade do valor de controle. Este seria um ativo da companhia, devendo ser repartido entre todos os acionistas em caso de alienação de controle ou devolvido à companhia. Afinal, a par de conceder um direito de saída nos mesmos termos da do controlador, o adquirente do controle não poderia expropriar os demais acionistas caso eles vendessem sua participação. Para BAYNE, entretanto, o sobrepreço das ações integrantes do bloco de controle seria ilegal por violar o dever fiduciário do controlador⁴³⁴ perante os demais acionistas, já que haveria a apropriação do prêmio pelo controlador em detrimento dos demais acionistas.⁴³⁵ Por fim, William Andrews defendeu que o pagamento do prêmio não era ilegal, mas deveria ser compartilhado com os demais acionistas por opção legislativa em busca de maior equidade.⁴³⁶ Assim, haveria o direito de os acionistas minoritários obterem a mesma proposta do controlador

⁴³² EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 126.

Roberta PRADO classifica esse modelo como liberal. Ainda no campo da regra de mercado, a mesma autora refere que existe uma posição intermediária ao modelo liberal, o qual parte do princípio de que todas as transferências de controle são eficientes. No modelo intermediário, as transações podem ser ou podem não ser eficientes, de modo que regras de divulgação de informação (*full and fair disclosure*), de vedação ao *insider trading*, e, inclusive, de regras sobre O.P.A. para “aquisição” do controle, por exemplo. PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S. A.: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 45 e ss.

⁴³³ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferências de Controle nos sistemas de Controle Concentrado e de capital Disperso: Eficiências e Ineficiências. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 298-315.

⁴³⁴ Vide nota de rodapé 358.

⁴³⁵ “*At this point, a third subduty of the total set of obligations emerges: to secure the best possible personnel. 67 Clearly implicit in this third subduty is the five-fold norm of appointee suitability: (1) moral integrity, (2) intellectual competence, (3) managerial and organizational proficiency, (4) social accept ability, and (5) satisfactory age and health. s Thus, whatever else transpires in any transfer of control, and no less so in a sale, the central concern is the suitability of the successor. Since controleur as incumbent possesses the stewardship, and since successor as appointee has acquiesced in the stewardship, both are bound to the broad duty and the fivefold norm as well.*” BAYNE, David Cowan. The Sale-of-Control Premium: The Definition. **Minnesota Law Review**. Minneapolis: n° 53, 1968/1969. p. 485-518. Vide ainda nota de rodapé 358.

⁴³⁶ ANDREWS, William D. The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares. **Harvard Law Review**. Cambridge: v. 78, n° 3, jan./1965. p. 505-563.

para alienarem suas ações, nas mesmas condições e preço. Esta é a posição adotada no Brasil, por meio do artigo 254-A da L.S.A., bem como nos países europeus, definida por PRADO, como uma posição intermediária.⁴³⁷

A questão dos benefícios privados do controle também pode ser analisada a partir da função da O.P.A.

Há duas razões fundamentais que explicam a disposição de o adquirente pagar um ágio pelas ações de controle: “a primeira é aumentar o valor da companhia: se o controlador acredita ter competência, poderá esperar que, detendo o controle da companhia, será capaz de melhorar sua administração, tornando-a mais lucrativa.”⁴³⁸ Já a segunda seria obter benefícios privados, conforme mencionado no item 1.2.1.1 acima.

A questão é lógica. O requisito principal para o sucesso de uma transferência de controle é que o adquirente atribua à companhia alvo um valor superior ao atribuído pelos atuais acionistas, acrescido do custo da transação. Assim, como em uma compra e venda normal, para que a alienação concretize-se é necessário que o comprador considere o bem adquirido mais valioso que o vendedor, sob pena de não se fechar o negócio. Conforme os professores de economia GROSSMANN e HART, a aquisição somente se concretizará se: “ $v_{adq} + c > v_{soc}$ ”, onde “ v_{adq} ” corresponde ao valor potencial da empresa atribuído pelo adquirente, “ c ” aos custos da transação e “ v_{soc} ” ao valor da empresa atribuído pelo sócios.⁴³⁹ Tal diferença explica-se (i) ou porque o adquirente é mais eficiente que o controlador atual, de modo que conseguirá gerir a sociedade de modo a maximizar sua função de gerar riqueza, (ii) ou o adquirente deseja extrair benefícios privados do controle. São estas as duas finalidades da transferência de controle.

No primeiro caso, estaremos diante de uma transferência eficiente, pois a situação dos acionistas tende a melhorar. No segundo caso, estaremos diante de uma transferência ineficiente, inclusive se o controlador adquirente tiver uma competência empresarial superior aos administradores anteriores. Isso porque esta competência empresarial pode não ser distribuída uniformemente entre os acionistas, já que o novo controlador pode extrair todos os benefícios advindos do controle para si.

⁴³⁷ Para maiores detalhes acerca das teorias sobre a regra de mercado e tratamento igualitário, vide PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S. A.: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 45 e ss.

⁴³⁸ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 187.

⁴³⁹ GROSSMANN, Sanford J.; HART, Oliver D. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. **The Bell Journal of Economics**. New York: v. 11, nº 1, Spring/1980. p. 46.

A exigibilidade de O.P.A. (modelo de tratamento igualitário) inibe mais transferências de controle ineficientes do que a regra de mercado.⁴⁴⁰ Isso porque o tratamento igualitário impede que o adquirente pautar sua aquisição apenas em vista de sua maior possibilidade de extração de benefícios privados, pois não poderá extrair benefícios privados caso ele seja obrigado a adquirir as ações dos outros acionistas.⁴⁴¹

Ocorre que o tratamento igualitário, a par de impedir transferências ineficientes, inibe, outrossim, transferências eficientes. O controlador alienante que extraia benefícios privados somente aceitará vender o controle se for remunerado pelo valor de benefícios privados que deixará de perceber. E se tal valor for estendido aos demais acionistas, a transferência de controle somente poderá se concretizar se o novo controlador tiver considerável competência empresarial para compensar esse custo, o que dificilmente ocorre. Ou seja, se essa competência empresarial não for equivalente ou superior o pagamento ao prêmio, a transferência não ocorrerá em vista do tratamento igualitário.⁴⁴²

No que tange à regra de mercado, a situação é inversa: como a concretização da alienação depende exclusivamente de o comprador atribuir valor ao bloco de ações que conferem controle à sociedade maior que o atual controlador – sem os custos decorrentes da extensão do prêmio aos demais acionistas –, a regra de mercado permite que todas as transferências eficientes ocorram. Não obstante, a regra de mercado não impede que as transferências ineficientes ocorram.⁴⁴³ Isto é, um controlador que consiga extrair maiores benefícios privados ou que seja menos competente poderá adquirir o controle simplesmente a partir do pagamento do prêmio ao controlador.

Vale citar as palavras do Prof. Eduardo MUNHOZ:

Em conclusão, o tratamento igualitário impede transferências ineficientes de controle, mas também inibe a ocorrência de transferências eficientes; já, a regra de mercado permite todas as transferências eficientes, mas deixa de impedir as transferências ineficientes.⁴⁴⁴

⁴⁴⁰ BEBCHUK, Lucian Arye. Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. **The Quarterly Journal of Economics**. Cambridge: v. 109, nº 4, nov./1994. p. 961.

⁴⁴¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferências de Controle nos sistemas de Controle Concentrado e de capital Disperso: Eficiências e Ineficiências. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 303.

⁴⁴² MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferências de Controle nos sistemas de Controle Concentrado e de capital Disperso: Eficiências e Ineficiências. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 304..

⁴⁴³ BEBCHUK, Lucian Arye. Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. **The Quarterly Journal of Economics**. Cambridge: v. 109, nº 4, nov./1994. p. 961..

⁴⁴⁴ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferências de Controle nos sistemas de Controle Concentrado e de capital Disperso: Eficiências e Ineficiências. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 305.

Dessas considerações, percebe-se que um fator determinante para verificar qual modelo é mais adequado para incentivar transferências eficientes e inibir as ineficientes é a capacidade de extração de benefícios privados.

Com efeito, conforme GORGA, os prêmios de controle praticados no mercado brasileiro, com dados coletados no ano de 2000, revelaram uma desproporção imensa entre o valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle e das não integrantes:

Na negociação da alienação de controle das companhias Metal Leve, Lacta, Casa Anglo, Fertisul, Arno, Cofap, Varga Freios, Ceval, BCN, Libras, Manah os prêmios de controle foram, respectivamente, da ordem de 308%, 614%, 756%, 123%, 266%, 267%, 173%, 368%, 271%, 511%, 501%; chegando, na companhia Iven, a atingir o desplane de 1.106%!⁴⁴⁵

Isso levanta dúvidas sobre qual o real motivo de os prêmios de controle praticados no Brasil serem tão elevados.

Desnecessária a referência que a inibição de aquisição de controle por acionista cuja única intenção é desviar para si os benefícios privados é salutar ao mercado de capitais. A O.P.A. possibilita, em mercados onde se praticam altos prêmios – como o brasileiro –, mitigar que controladores dessa índole obtenham espaço.

A questão é mais complexa quando o prêmio é pago em vista da margem de melhora da administração. A grande ineficiência da administração enseja um prêmio de controle alto, pois certamente o controlador alienante buscará ser recompensado pela perda da posição que lhe outorga tais benefícios. Daí que, quanto mais ineficiente a administração, maior o prêmio a ser pago pelo adquirente. A imposição de O.P.A. nesse caso, em uma primeira análise, seria prejudicial, já que reduziria as chances de alguém tentar comprar o controle a um alto preço e ainda por cima ter de reparti-lo com os demais acionistas. Todavia, GORGA lembra que o adquirente empreendedor, nesta situação, “não deixará de adquirir as ações minoritárias, pois elas também se valorizarão, posteriormente, com a boa administração da companhia.”⁴⁴⁶

A questão torna-se mais relevante ainda quando se depara diante do controle minoritário. Afinal, mesmo com participação minoritária, o controlador tem todas as condições de extrair os benefícios privados para si como se majoritário fosse. A diferença é que tal controlador possui uma menor quantidade de ações, o que lhe beneficia ainda mais. A expropriação acionária torna-se mais cruel, visto que mesmo com menor participação, os

⁴⁴⁵ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 186.

⁴⁴⁶ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 186.

benefícios mantêm-se idênticos. A relação custo-benefício joga em prol do controlador, em detrimento dos demais acionistas.

A imposição da O.P.A. para a alienação do controle, inclusive o minoritário, favorecia a inibição de controladores aproveitadores e incentivaria controladores eficientes, apresentando, conforme GORGA, benefícios a curto e a longo prazo. Refere a autora:

Ao alinhar os interesses do controlador com os dos acionistas minoritários, uma vez que o primeiro será obrigado a compartilhar o prêmio de controle com os outros acionistas, a norma legal de igual oportunidade *ex ante* também contribui para a diminuição dos benefícios privados do controle, já que o mercado avaliará o alinhamento de interesses de modo positivo, o que se refletirá no preço das ações não pertencentes ao bloco de controle.⁴⁴⁷

Diante disso, conclui-se que a O.P.A. é um mecanismo que pode ser utilizado a fim de conferir eficiência ao mercado e corrigir distorções, especialmente àquelas relacionadas aos altos prêmios de controle. O seu compartilhamento não se trataria, pois, de uma questão de justiça acionária, mas sim de eficiência.⁴⁴⁸ A alteração do deságio de 20% previsto no artigo 254-A da L.S.A. para que se retorne à regra original de compartilhamento do prêmio em 100% de seu valor bem como a extensão desse direito aos preferencialistas teriam a mesma importância.

A despeito disso, registra-se que este Autor entende importante deixar claro que, sem desconsiderar os benefícios da aplicabilidade da O.P.A. às alienações de controle, muito pelo contrário, a interpretação da lei, especialmente a do artigo 254-A da L.S.A., não se deve pautar por motivações ideológicas ou de convicção pessoal. Neste caso, somos da opinião de que a interpretação mais adequada deve ser a restritiva. É nesse sentido que se fará a análise do item subsequente.

2.2.2. ALIENAÇÃO DO CONTROLE MINORITÁRIO

2.2.2.1. Artigo 254-A da L.S.A.: O.P.A. por Alienação de Controle

2.2.2.1.1. Evolução legislativa

⁴⁴⁷ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 189.

⁴⁴⁸ SALAMA, Bruno Meyehof; PRADO, Viviane Muller. Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence. **Journal of Civil Law Studies**. Baton Rouge : v. 4, 1ª Ed., 2011. p. 147-185.

A O.P.A. por alienação do controle, também chamada de “*tag along*”, foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro quando da promulgação da atual L.S.A. Embora não constante do Projeto original, o original artigo 254 da L.S.A. foi introduzido a partir de emenda parlamentar do Senador Otto Cyrillo Lehmann.

A exposição de motivos da L.S.A. deixava clara a intenção do legislador em atribuir um valor diferenciado às ações integrantes do bloco de controle, justificando a inexistência da regra de oferta pública ao minoritários em caso de alienação de controle, sem que isso acarretasse supressão de direitos patrimoniais aos minoritários.⁴⁴⁹ Em outras palavras, dada a posição diferenciada do controlador da companhia – especialmente no que tange ao regime de específico de responsabilidade do controlador –, a vantagem patrimonial na venda do controle deveria pertencer apenas ao seu detentor, não sendo extensível aos demais acionistas.⁴⁵⁰

Essas justificativas, sintetizadas por CARVALHOSA como “essa iniquidade sem precedentes,”⁴⁵¹ encontraram forte oposição no Congresso Nacional e em organismos como a BM&FBovespa. Assim, inicialmente, por meio da emenda do Deputado Federal Herbert Levy, foi incluída a necessidade de extensão das vantagens na alienação do controle aos minoritários. Todavia, a emenda não continha um mecanismo capaz de instrumentalizar a proteção dos não

⁴⁴⁹ “O Projeto regula a alienação de controle de companhias abertas, a partir das considerações a seguir resumidas: a) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram; o valor das ações resulta dos direitos, que conferem, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o de controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas; b) a transferência do controle, qualquer que seja o preço de negociação das ações, não acarreta, em princípio, agravo a direito de minoritário; mas se a compra efetivar-se por companhia que, a seguir, promova a incorporação da controlada, do fato pode resultar flagrante prejuízo para a minoria, tanto da incorporada quanto da incorporadora: com a extinção da companhia controlada, deixa de existir o controle adquirido, e os acionistas minoritários da controladora (dependendo das bases da incorporação) suportam parte do custo de aquisição do controle. Mais ainda: em regra, todo o valor do controle da companhia incorporada, ou ao menos parte dela, acresce ao valor do controle da incorporadora, isto é, resulta em benefício do seu acionista controlador; c) os exemplos das vendas de controle de instituições financeiras, que apresentam circunstâncias peculiares, não devem servir de justificativa para normas gerais que pretendam negar o valor de mercado do controle; no entanto, é inegável que o critério - muitas vezes adotado entre nós - de considerar o valor dos intangíveis das instituições financeiras como pertencente ao acionista controlador, e não a todos os seus acionistas, na proporção da participação no capital social, conflita com os fundamentos do direito societário; d) o Projeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador, para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico.”

⁴⁵⁰ Segundo LAMY FILHO: “Defendíamos a importância da liderança do controlador. O empresário vitorioso tem que decidir uma coisa atrás da outra – pode dar certo ou dar errado; pode ganhar ou perder. Ainda acredito que essa pessoa tem que ter vantagens.” LAMY FILHO, Alfredo. Altas doses de trabalho e paixão. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 80.

⁴⁵¹ CARVALHOSA, Modesto. **A Nova Lei das Sociedades Anônimas**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1977. p. 16.

controladores. A inclusão da O.P.A por alienação do controle foi, então, incluída por meio de emenda do Senador Lehmann.⁴⁵²

O então artigo 254 da L.S.A. previa a obrigatoriedade de realização de O.P.A. por alienação de controle a fim de que fosse assegurado o tratamento igualitário, a fim de estender aos não controladores o prêmio do controle.⁴⁵³

Tal norma acabou sendo oportunisticamente revogada em 1997, a fim de a União extrair, para si, o máximo de benefício das políticas de privatização que ocorreriam na década de 1990.

O Projeto de Lei nº 1.564, de 1996, do Deputado Antônio Kandir,⁴⁵⁴ transformado na Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, a Lei Kandir, em sua justificação referiu que pretendia “assegurar, de forma clara e compatível com a democratização efetiva do capital, os direitos dos acionistas minoritários.”⁴⁵⁵ Ocorre que a intenção era justamente a oposta. Como bem refere EIZIRIK, pretendia-se, isso sim, “reduzir o ‘custo’ dos projetos de privatização.” E para tanto, direitos dos acionistas minoritários foram suprimidos a fim de tornar a aquisição do controle mais acessível aos grandes grupos empresariais. A revogação do artigo 254 da L.S.A., que tornou inexigível a realização de O.P.A. na alienação do controle, permitiu a apropriação exclusiva do prêmio de controle pelo governo sem a necessidade de compartilhá-lo com os demais acionistas.⁴⁵⁶ No mesmo sentido, a eliminação do direito de recesso no caso de cisão

⁴⁵² Mattos Filho chega a referir que a emenda Lehmann, em verdade, foi redigida pela BOVESPA, e não pelo Senador, dando a entender que o direito de tag along era apoiado institucionalmente pela Bolsa de São Paulo. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Recriando o mercado**. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 168.

O Senador Lehmann, todavia, afirma que a redação partiu de sua experiência como advogado de acionistas minoritários. LEHMANN, Otto Cyrillo. Otto Cyrillo Lehmann: Pelas viúvas e os aposentados. **Capital Aberto**. São Paulo: julho de 2006. Disponível em <http://www.capitalaberto.com.br/edicoes/otto-cyrillo-lehmann-pelas-viuvras-e-os-aposentados/>. Acesso em 08 de setembro de 2014.

⁴⁵³ “Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários.

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.”

⁴⁵⁴ A partir de agora se referirá Projeto Kandir.

⁴⁵⁵ “A engenharia das modificações aqui propostas consiste em estabelecer equilíbrio eficiente entre os interesses dos controladores e dos acionistas minoritários. As modificações tratam, pois, de remover obstáculos e reduzir incertezas que desestimulam a abertura de capital e dificultam reorganizações societárias, ao mesmo tempo que cuida de assegurar, de forma clara e compatível com a democratização efetiva do capital, os direitos dos acionistas minoritários.”

⁴⁵⁶ Nesse aspecto, vale citar excerto da justificação do Projeto Kandir em relação à supressão da O.P.A: “Dessa maneira, a obrigatoriedade da oferta pública produz o pior dos mundos, Ao mesmo tempo, inibe e dificulta processos de alienação de controle necessários ao saneamento de empresas e produz situação desfavorável aos minoritários, uma vez que o não saneamento de uma empresa resulta em queda do valor de suas ações, no que se prejudicam, mais que todos, os acionistas minoritários. A quem examine o panorama recente da economia brasileira, não escapará um conjunto de exemplos que demonstram ser a obrigatoriedade da oferta pública um dispositivo que gera efeitos exatamente inversos ao pretendidos quando de sua instituição.”

facilitou as necessárias reorganizações societárias no processo de privatização, tolhendo dos minoritários o exercício do direito de retirada outrora previsto.⁴⁵⁷

Houve, é importante dizer, alterações importantes advindas do Projeto Kandir em favor dos acionistas minoritários, como a inclusão da obrigatoriedade de concessão de dividendos superiores aos titulares de ações preferenciais e a concessão de maiores poderes ao conselho fiscal. O Projeto Kandir foi apensado ao original Projeto de Lei 622 de 1995, do Deputado José Fortunati, cujas matérias aprovadas resumiram-se na possibilidade de convocação de assembleia geral pelos acionistas minoritários (artigo 123 da L.S.A.) e na de solicitação de endereço dos acionistas da sociedade (artigo 126 da L.S.A.).

Para não deixar dúvidas acerca de seu caráter oportunista e da falta de seriedade do governo e do legislativo na supressão da O.P.A. por alienação de controle, esta foi reintroduzida tão logo o processo de privatização foi completado, sendo incluído pela Lei nº 10.303, de 2001, o atual artigo 254-A da L.S.A.

2.2.2.1.2. Aspectos gerais

A O.P.A. por alienação de controle é aplicável sempre que se verificar a “aquisição derivada” do bloco de controle, observados os requisitos do artigo 254-A da L.S.A., com redação dada pela Lei Federal nº 10.303, de 2001:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

⁴⁵⁷ Sobre a evolução legislativa da O.P.A. por alienação de controle, vide EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998 e CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002. PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 201-216. PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S. A.: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 84 e ss. CARVALHOSA, Modesto. **A Nova Lei das Sociedades Anônimas**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1977. CARVALHOSA, Modesto. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

Do mesmo modo, o artigo 29 da Instrução 361/2002 da CVM, também dispõe sobre a O.P.A. por alienação de controle:

Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária. (...)

§4o Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76.

§5o Sem prejuízo da definição constante do parágrafo anterior, a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.

Ainda, o item 8.1 do Regulamento do Novo Mercado assim refere:

8.1 Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.

O primeiro aspecto a ser destacado é que a reintrodução do artigo 254-A da L.S.A. trouxe de volta a regra da O.P.A. em caso de alienação de controle. Tal alteração apenas confirma a oportunista alteração legislativa promovida em 1997 pela famigerada Lei Kandir, cujas controvérsias escapam inclusive o âmbito do direito societário. A lamentável atitude do governo acabou demonstrando que a obrigatoriedade de realização de O.P.A. é saudável e benéfica ao mercado como um todo - exceto ao governo, claro.

O segundo aspecto importante é atinente à segurança jurídica. Restaram superados dois antigos debates sobre o tema: o primeiro era referente à aplicabilidade da regra de tratamento igualitário em caso de alienação indireta do controle; o segundo era sobre a definição do objeto da O.P.A., isto é, se apenas as ações ordinárias teriam direito à participar da O.P.A. ou se tal direito seria resguardado às ações preferenciais, visto que a redação anterior apenas mencionava

“tratamento igualitário aos minoritários”.⁴⁵⁸ A nova redação determinou que a O.P.A. por alienação do controle será devida independentemente de se tratar de alienação direta ou indireta do controle, tendo por objeto as “ações com direito a voto”.⁴⁵⁹ Os preferencialistas, pois, não terão direito em caso de oferta, a não ser que o estatuto assim disponha, como faculta o artigo 17, §1º, inciso III, da L.S.A.

Por fim, o terceiro aspecto relevante do novo texto legal é a substituição do “princípio do tratamento igualitário” pelo “princípio do valor diferenciado de ações da mesma espécie”.⁴⁶⁰ Isto é, o valor da O.P.A. não mais precisará, necessariamente, ser idêntico àquele oferecido ao acionista controlador, podendo o adquirente oferecer aos acionistas de quem não adquiriu o controle um deságio de até 20% em relação àquele pago ao controlador.

O categórico entendimento de COMPARATO quanto à diferença entre acionista controlador e não controlador, afirmando que o “poder soberano só mesmo no terreno da demagogia confusa se põe em pé de igualdade com o estado de subordinação e sujeição”,⁴⁶¹ encontrou eco na redação do artigo 254-A da L.S.A. O legislador responsável pela Lei nº 10.303, de 2001, acabou instaurando uma presunção, *juris et de jure*, de que o oferecimento de um deságio de até 20% aos não controladores consubstancia em “tratamento equitativo”, mas não igualitário.

⁴⁵⁸ A alienação indireta do controle ocorre em sociedades com controle piramidal, por meio da alienação dos direitos de sócio da sociedade controladora. Neste caso, o controle não era exercido por meio de participação direta do controlador, mas por interposta sociedade (holding). Ainda, o artigo 254 original da L.S.A. não determinava o grupo de acionistas destinatários da oferta, a ponto de haver discussões sobre a possibilidade de participação dos acionistas preferencialistas (e não apenas os com direito a voto) na O.P.A. Para maiores detalhes, consulte 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: WALD, Arnoldo (org.). Direito Empresarial: Sociedades Anônimas. v. 3. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. Ainda, é importante destacar que na alienação indireta do controle a maior dificuldade surge na avaliação do preço da oferta quando se está diante de uma aquisição de uma holding mista. Nesse caso, conforme artigo 29, § 6º, da Instrução 361/2002 da CVM, o valor da oferta deverá ser submetida a avaliação ao crivo da autarquia.

Sobre a crítica à exclusão dos acionistas preferencialistas do direito de participar da O.P.A., vide SOUSA, Marcos Andrey de. O direito de saída conjunta (*tag along*) e os preferencialistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coords.). **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 273-302. Ainda, a favor da exclusão das ações preferenciais do direito de participar da O.P.A., vide COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 241-243.

⁴⁵⁹ Não restou totalmente superado a discussão relativa ao objeto da O.P.A. Em vista da diferença na extensão do conceito de “ações com direito voto” entre o texto legal e a redação do artigo 29 da Instrução 361/2002 da CVM, que incluiu o excerto “pleno e permanente” ao direito de voto, é tida por inconstitucional por Modesto CARVALHOSA. Para o autor, a CVM teria exorbitado sua competência ao restringir o objeto da O.P.A. se comparado ao texto legal. Para maiores detalhes, vide CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 4º volume, tomo II, Arts. 243-300**. 5. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 204.

⁴⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: 4º volume, tomo II, Arts. 243-300**. 5. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 202.

⁴⁶¹ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 242.

Para o Novo Mercado, todavia, mantém-se íntegro o princípio do tratamento igualitário, vez que há a exigência de que a oferta ocorra nas mesmas condições da oferta ao controlador, conforme item 8.1. do Regulamento.

Todavia, a redação atual do artigo que prevê a O.P.A. por alienação de controle está longe de resolver todas as dúvidas atinentes à matéria, dada a sua redação ampla e, especialmente, dada a complexidade das relações entre as partes envolvidas.

A regra da O.P.A. por alienação de controle prevista no artigo 254-A da L.S.A. enseja uma série de custos e de benefícios ao mercado como um todo. Os reflexos econômicos da O.P.A. no mercado são tão significativos que a sua simples previsão no ordenamento jurídico é considerada um dos critérios de classificação de mercado. Suas especiais implicações no mercado de controle acionário e nos direitos dos acionistas não controladores exigem que o texto da lei seja o mais claro possível a fim de garantir, antes de qualquer outro direito, a segurança jurídica ao mercado.

A “norma” do artigo 254-A da L.S.A. nada mais é do que a expressão do sentido dado pelo intérprete ao seu “texto”.⁴⁶² Diante da redação aberta da cláusula e das diversas situações fáticas a que a norma pode se subsumir, a análise das hipóteses de incidência desta O.P.A. específica não se encontra pacificada nem na doutrina nem mesmo na CVM. A relevância dos direitos adjacentes à O.P.A. (proteção ao mercado e inibição de transferências ineficientes, por exemplo) depende, antes de tudo, de uma regra que traga segurança ao mercado e aos investidores. Uma norma restritiva de direitos, mas com âmbito de aplicação claro e definido, é preferível a uma norma ampla sobre a qual pairam dúvidas sobre sua aplicabilidade, ao menos no campo do Direito de Capitais. A previsibilidade e a segurança jurídica nesta área, mesmo que com sacrifícios de direitos, assumem uma posição diversa da que se comparadas a outros ramos do direito. Afinal, conforme ensinou FERRARA, embora o excessivo apego ao texto legal seja prejudicial, é ainda mais danosa a interpretação realizada em consonância com as preferências pessoais do intérprete, dada a insegurança causada.⁴⁶³

⁴⁶² Sobre a diferenciação entre texto e norma, vide ÁVILA, Humberto. **Teoria dos Princípios**: da definição à aplicação dos princípios jurídicos. 10ª Ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2009. p. 32.

⁴⁶³ “Cumprir evitar excessos: duma parte o daqueles que por timidez ou inexperiência estão estritamente agarrados ao texto da lei, para não perderem o caminho (e muitas vezes toda uma era doutrinária é marcada por esta tendência, assim acontecendo à época dos comentadores que se segue imediatamente à publicação dum código); por outro lado, o perigo ainda mais grave de que o intérprete, deixando-se apaixonar por uma tese, trabalho de fantasia e julgue encontrar no direito positivo ideias e princípios que são antes o fruto das suas locubrações teóricas ou de suas preferências sentimentais. A interpretação deve ser objectiva, equilibrada, sem paixão, arrojada por vezes, mas não revolucionária, aguda, mas sempre respeitadora da lei.” FERRARA, Francesco. *Interpretação e aplicação das leis*. Tradução e prefácio de Manuel A. D. Andrade. São Paulo: Saraiva & C.^a – Editores, 1934. p. 22.

Segundo MOTTA, analisando o então artigo 254 da L.S.A. original, “a regra do artigo 254, dado seu caráter de excepcionalidade, é, pois, matéria de interpretação restritíssima, não comportando nenhuma extensão analógica e nenhuma licença exegética.” Isso porque ela (i) “estabelece limitações ao direito de propriedade”, ao onerar a livre aquisição de ações e restringir a sua disponibilidade e (ii) “infringe princípio de igualdade de direitos entre acionistas”, já que os minoritários podem livremente aumentar e diminuir sua participação, desde que continuem como tal.⁴⁶⁴ Concorde-se com o autor em parte. De fato, as peculiaridades da O.P.A. exigem interpretação restritiva em vista da imposição de ônus considerável à alienação e à aquisição de ações, com aumento significativo do custo e com diversas consequências no mercado. Todavia, discordamos em primeiro lugar porque não há imposição de limite ao direito de propriedade, mas sim a de um ônus em um de seus atributos (o de dispor). Em segundo lugar, não se pode concordar com o argumento de violação ao princípio de igualdade entre acionistas, visto que os direitos entre acionistas não são iguais – e nem poderiam ser –, muito menos ao compararmos acionistas controladores e não controladores.

Portanto, dadas as especificidades da regra de alienação do controle, bem como suas consequências a todo o mercado e a seus participantes diretos e indiretos, a interpretação restritiva ao caso é a que se mostra mais adequada.

2.2.2.1.3. Hipóteses de incidência do artigo 254-A da L.S.A.

2.2.2.1.3.1. *Alienação onerosa do controle*

O negócio jurídico de “alienação” é gênero de qualquer modalidade de transferência do domínio ou da titularidade de coisa ou de direito para pessoa diversa da do transmitente.⁴⁶⁵ A alienação pode ser onerosa ou gratuita e pode ter por espécies as mais diversas modalidades de transferência de propriedade, como a compra e venda, a permuta de ações, cessão onerosa do exercício do direito de preferência na subscrição de aumento de capital, etc. Daí a diferença da “alienação” à “aquisição” de controle, visto que na primeira se verifica a transferência direta de um controlador a outro, ao passo que na segunda não. Assim, estão evidentemente fora do contexto normativo as aquisições originárias de controle.

⁴⁶⁴ MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do Poder de Controle Compartilhada. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, nº 89, p. 42-46, jan./mar., 1993. p. 43.

⁴⁶⁵ WALD, Arlondo. Caracterização Da Alienação De Controle. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: v. 38, out. /2007. p. 195.

As alienações de controle para fins do artigo 254-A da L.S.A. devem ser, necessariamente, onerosas. A alienação decorrente de doação gratuita ou de transmissão de herança, por exemplo, não ensejam a obrigatoriedade de lançamento de O.P.A. Isso porque, conquanto o legislador não tenha expressamente mencionado o termo oneroso, referiu que deve ser assegurado “o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto”.⁴⁶⁶ Portanto, havendo pagamento de preço, restam afastadas todas as modalidades de alienação gratuitas e sem contra-prestação.

A onerosidade vem expressamente mencionada no artigo 29, §5º, da Instrução 361/2002 da CVM⁴⁶⁷ e na definição de alienação de controle no Regulamento do Novo Mercado.⁴⁶⁸ Assim, caso o alienante do controle não tenha recebido nenhuma remuneração ou contraprestação, nada há de ser estendido aos não controladores.

Para deflagração da O.P.A., há entendimentos no sentido de que, a par da onerosidade da alienação, deveria estar presente o pagamento do prêmio de controle. Para esses autores, caso o valor pago ao acionista controlador seja inferior ou igual ao valor de mercado, não haveria motivos para lançamento de O.P.A. O principal argumento seria o de ordem lógica, pois não faria sentido oferecer a aquisição de ações por meio de oferta ao público se o preço de oferta é inferior ao valor de mercado. Ainda, seria impor demasiado ônus ao adquirente de sociedade com patrimônio líquido negativo, inibindo aquisições que poderiam vir a recuperar a sociedade.⁴⁶⁹

Em sentido contrário, tem-se a posição da CVM, manifestada por meio de parecer antigo (Parecer 79/1983) no sentido de que a O.P.A. seria obrigatória mesmo em caso de inexistência de ágio. Isso porque o então artigo 254 da L.S.A. não mencionava a necessidade de verificação de ágio.⁴⁷⁰

A interpretação restritiva do texto legal, inclusive e em especial da nova redação do artigo 254-A, com efeito, não daria margem a dúvidas: a existência de ágio ou sobrepreço não se mostra necessária para verificação das hipóteses de incidência da O.P.A. por alienação de controle. A simples leitura do dispositivo demonstra que a exigibilidade de ágio constituiria

⁴⁶⁶ Grifou-se.

⁴⁶⁷ “§5º Sem prejuízo da definição constante do parágrafo anterior, a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.”

⁴⁶⁸ “Alienação de Controle da Companhia” significa a transferência a terceiro, a título oneroso, das Ações de Controle.”

⁴⁶⁹ Essa posição é adotada por Luiz Leonardo CANTADIANO e Roberta Nioac PRADO, conforme PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S. A.:** *tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 193.

⁴⁷⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas:** 4º volume, tomo II, Arts. 243-300. 5. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 250.

verdadeira inovação não amparada no texto legal, mesmo sopesando os valiosos argumentos dos doutrinadores que entendem de modo diverso. A um, porque o valor de 80% mencionado no texto legal tem como baliza o valor pago ao controlador, independentemente se com ágio ou sem. A dois, porque, mesmo diante de uma aquisição por preço inferior ao de mercado, dependendo do controlador adquirente, não é impossível de se imaginar situação em que a avaliação do mercado *ex post* seja ainda pior, a ponto de uma oferta em valor inferior ao de mercado no fechamento do anúncio da O.P.A. seja mais vantajosa que a cotação do pregão seguinte.⁴⁷¹

Por fim, surge a questão se alienação deve ocorrer a um terceiro estranho ao bloco de controle. Esse ponto tem especial relevância às transações de compra e venda de ações dentro do bloco de controle, que serão analisadas no item 2.2.2.4 abaixo.

Diante disso, conclui-se que a onerosidade é pressuposto para a deflagração da O.P.A. por alienação de controle. Ademais, a despeito de posicionamentos diversos, a existência de pagamento do “prêmio de controle” não é essencial para fins da aplicação do artigo 254-A da L.S.A.

2.2.2.1.3.2. *Alienação por meio de uma operação ou de um conjunto de operações*

O artigo 254-A e parágrafos não deixaram dúvidas quanto à aplicabilidade do regime da O.P.A. no caso de a alienação do controle ocorrer por meio de uma única transação, como um contrato de compra e venda de ações ou de cessão do controle. Operações sucessivas ou reiteradas que “venham a resultar” na alienação do controle também se enquadram na regra de alienação de controle.

⁴⁷¹ Vale citar, todavia, uma decisão da CVM mencionando que o então Parecer 79/83, no sentido de obrigatoriedade de O.P.A. por alienação de controle mesmo em caso de inexistência de ágio, estaria ultrapassado em vista da inclusão na L.S.A. da O.P.A. por aumento de participação, o que tutelaria o interesse dos minoritários em caso de perda de liquidez das ações. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2006-7658, Gerente de Registros Flavia Mouta Fernandes, em 9/4/2007. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0003/5464-0.pdf>. Acesso em 28 de abril de 2015: “Em outras palavras, a reforma da Lei das S.A. a partir da Lei no 10.303/2001, resume e precisa o alcance do art. 254-A aos casos em que, efetivamente, haja sobrepreço de controle a ser "socializado", em parte (80%), com os minoritários. Quando a transferência de controle implicar em perda de liquidez será o caso de se invocar a aplicação de outro dispositivo e outra regra legal: a do art. 4º, § 6º. Com o advento da oferta pública do referido art. 4º ("OPA por aumento de participação") ficou superado -- porque hoje regulado no sistema da lei -- o entendimento encontrado em pareceres antigos da CVM (como o no 79/83) de que a oferta em casos de alienação de controle seria impositiva mesmo nos casos em que não haja pagamento de ágio. Essa preocupação e zelo se justificavam pela ausência, no antigo regime, de tutela adequada para os casos de alienação de controle seguida de redução da liquidez dos papéis no mercado.”

Roberta PRADO cita o caso relatado do PARECER/CVM/SMJ nº 048, de 03 de julho de 1984 onde a CVM teve de lançar mão da teoria do negócio jurídico indireto para fundamentar a obrigatoriedade da O.P.A. naquela circunstância. Em síntese, um grupo de acionistas vinculados por acordo de controle totalizando 45% das ações votantes teria denunciado o acordo de acionistas e, posteriormente, formalizado um novo, todavia com a vinculação de 40% das ações ordinárias. Ato contínuo, 5% das ações ordinárias de um antigo controlador que não integraram o novo acordo teriam sido alienadas ao novo bloco de controle, com ágio. A autarquia levou em consideração que houve alienação de controle, na forma do então artigo 254 da L.S.A. original, vista a verificação de negócio jurídico indireto⁴⁷², determinando a realização de O.P.A.⁴⁷³

Outras operações como a cessão onerosa do direito de preferência de subscrição de aumento de capital, como a permuta de ações entre acionistas da mesma companhia, de companhia *holding* ou inclusive de outra companhia são alguns exemplos das possibilidades existentes. Havendo alienação de controle onerosa, deve o adquirente obedecer aos preceitos da O.P.A.

Assim, não é necessária que a alienação ocorra por meio de uma única operação de uma só natureza. A existência de mais de uma operação, de natureza distinta como compra e venda e permuta, ao “resultarem a alienação de controle” deflagra a O.P.A. por alienação de controle, competindo à CVM essa avaliação.

2.2.2.1.3.3. *Objeto da alienação: ações integrantes do bloco de controle*

O objeto da alienação de controle suscita uma série de dúvidas inclusive quanto à natureza jurídica da operação de transferência de controle. Para WALD, o termo alienação engloba a transferência de um bem e de um direito.⁴⁷⁴ Já BULHÕES PEDREIRA refere que a “alienação abrange negócios jurídicos que têm por efeito transmitir o bem de um patrimônio para outro; e a cessão é negócio jurídico de alteração subjetiva de uma relação obrigacional, cujo efeito é a transferência de uma posição jurídica de uma pessoa para outra.”⁴⁷⁵

⁴⁷² Sobre negócio jurídico indireto lícito, e sua diferença para simulação, vide ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945. p. 179.

⁴⁷³ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S. A.: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 199-202.

⁴⁷⁴ WALD, Arlondo. Caracterização Da Alienação De Controle. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: v. 38, out. /2007. p. 195.

⁴⁷⁵ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Aplicação**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 703-704.

Considerando que o controle não pode ser considerado um bem (tanto que é dissociável da propriedade) nem se trata de direito subjetivo (já que sua configuração depende do preenchimento dos requisitos previstos em lei e quando manifestado nas deliberações das assembleias gerais), a conclusão é que o objeto do controle são as ações integrantes do bloco de titularidade do controlador.

O negócio de alienação do controle não tem por objeto o poder de controle em si, pois este não pode ser adquirido derivadamente nem cedido sem nenhum lastro, ao menos para fins de O.P.A. O poder de controle tem como fonte as ações integrantes do bloco de controle, de modo que são essas ações o objeto da alienação que poderá vir a resultar a O.P.A.⁴⁷⁶ Todavia, desde já deve ficar claro que as ações integrantes do bloco de controle exigem a existência de um controlador exercendo seu poder de mando.

Assim, temos que embora a lei mencione alienação do controle, o objeto da alienação são as ações integrantes do bloco de controle, isto é, as ações que, juntas, fazem o seu titular exercer o controle nos moldes do artigo 116 da L.S.A. Não basta que as ações outorguem a possibilidade de um acionista exercer o controle, pois este, por exigência legal, deve ser exercido. Caso não o seja, estarmos diante de uma simples compra e venda de ações.

Daí porque se mostra desnecessário, a não ser pelo rigor técnico – cuja importância não se questiona –, perquirir se se está diante de alienação ou de cessão de controle. Afinal, o controle não é nem cedido tampouco alienado, mas sim as ações integrantes do bloco de controle se houver um acionista controlador.

O bloco de controle é constituído pelas ações ordinárias que outorguem a seu titular a possibilidade de exercer (e seja efetivamente exercido) o controle caso ele obtenha a maioria de votos na assembleia geral. Todavia, o artigo 254-A, § 1º, da L.S.A., enumera, a par das ações do bloco de controle em si, (i) ações vinculadas a acordos de acionistas, (ii) valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, (iii) cessão de direitos de subscrição de ações e (iv) outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações. Todos esses direitos ou valores mobiliários, embora não integrantes do bloco de controle, ao serem

⁴⁷⁶ Vide item 1.1.2.2. Ainda: “A aquisição, transferência e perda do ‘poder de controle’ não são fatos jurídicos, mas acontecimentos que (por sua importância para a organização jurídica da companhia) são reconhecidos e conceituados pela lei (...).” “A aquisição, transferência e perda do ‘bloco de controle’ são expressões que têm significado jurídico preciso e unívoco: o bloco de controle é um conjunto de ações e as ações da companhia – como valores mobiliários – são considerados pela objetos de direito, na categoria de coisas móveis.” LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 703.

subscritas, convertidas ou vinculadas a pessoas diversas passarão a formar um novo bloco de controle.

Tal peculiaridade tem por objetivo justamente diferenciar o negócio jurídico da alienação de controle da simples compra e venda de ações. O objeto é totalmente distinto a ponto de o adquirente dispor-se a pagar um ágio pelas ações integrantes do bloco de controle. As demais ações podem ser negociadas livremente em bolsa de valores sem qualquer observância dos preceitos legais e regulatórios atinentes à O.P.A. por alienação de controle. Eventualmente, outras modalidades de O.P.A. podem ser deflagradas, como a por aumento de participação acionária, por exemplo.

Outro aspecto relevante é a inovação legislativa trazida ao artigo 254-A da L.S.A. no que diz respeito à alienação “de ações integrantes do bloco de controle”. Vale dizer, a alienação pode ser de todas as ações ou de parte delas. Caso contrário, o legislador teria utilizado o termo “das ações”. Pode parecer preciosismo ou exagero ao apegar-se na ausência de um artigo definido para alterar substancialmente a noção de alienação de controle que não se encontrava na redação original do artigo 254 da L.S.A. Todavia, admitindo que a lei não contenha palavras inúteis, a simples cessão de parte das ações integrantes do bloco de controle, caso haja o surgimento de um novo controlador a partir dessa transferência e as demais hipóteses mostrem-se presentes, deflagrar-se-ia a O.P.A. por alienação de controle.

A aquisição de ações não integrantes do bloco de controle não se constitui em alienação de controle, mas sim no negócio de aquisição. A aquisição de todo o bloco de controle ou de parte das ações integrantes desse bloco, que resultem na transferência derivada de controle, constitui-se em alienação do controle.

2.2.2.1.3.4. Possibilidade de oferecer o prêmio de controle aos não controladores

De modo alternativo à O.P.A. por alienação de controle, a legislação facultou ao adquirente do controle a possibilidade de oferecimento aos não controladores do valor correspondente ao prêmio pago ao antigo controlador, os quais permaneceriam na companhia caso o aceitassem. Isso resultaria um menor custo ao adquirente e inibiria em menor medida as transferências de controle eficientes. Ainda, neste caso, o pagamento do prêmio seria integral, e não em 80% no mínimo do valor das ações ao controlador anterior. É o que dispõe o artigo 254, § 4º, da L.S.A.:

O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários 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.

A redação do texto legal não é das mais claras, pois dá margem a duas interpretações: (i) a de que caberia ao acionista controlador adquirente escolher se realizaria a O.P.A. ou pagaria o prêmio e (ii) a de que caberia ao acionista não controlador escolher se, realizada a oferta de pagamento do prêmio, aceitaria o prêmio ou aceitaria a O.P.A. que deveria ser realizada de qualquer modo.⁴⁷⁷

Assim como GORGA, MUNHOZ e CARVALHOSA, entendemos que a escolha compete ao não controlador. Isso porque o termo utilizado no texto legal foi que seria dada a “opção” ao não controlador permanecer na companhia e receber o prêmio. A outra interpretação resultaria em tornar a O.P.A. por alienação como obrigação alternativa ao oferecimento do prêmio, subvertendo “a hierarquia entre o artigo 254-A e seu §4º, dando força independente ao parágrafo, tal como se ele fosse caput”.⁴⁷⁸ Esta interpretação resultaria em violação ao disposto no artigo 11, inciso III, alínea d, da Lei Complementar nº 95, de 26 de fevereiro de 1998, porquanto o parágrafo tem por objetivo “expressar por meio dos parágrafos os aspectos complementares à norma enunciada no caput”, a fim de preservar a lógica.⁴⁷⁹

2.2.2.2. *Artigo 254-A da L.S.A. e o controle minoritário propriamente dito*

2.2.2.2.1. Conceito de acionista controlador para fins do artigo 254-A da L.S.A.

A principal dúvida quanto à aplicação da O.P.A. por alienação do controle minoritário reside no seguinte aspecto: a diferença entre a definição (i) de controle e (ii) de ações integrantes do bloco de controle. A solução do problema do controle minoritário passa justamente pelo endereçamento adequado desta dúvida: a alienação de controle utiliza a regra do artigo 116 da L.S.A.?

⁴⁷⁷ Sobre as vantagens da adoção da segunda corrente, vide GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 191-192.

⁴⁷⁸ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 191-192. Segundo esta Autora, Luiz Leonardo CANTIDIANO entende de que o controlador poderia optar em lançar a O.P.A. ou pagar o prêmio.

⁴⁷⁹ “Art. 11. As disposições normativas serão redigidas com clareza, precisão e ordem lógica, observadas, para esse propósito, as seguintes normas: (...) III - para a obtenção de ordem lógica: (...) c) expressar por meio dos parágrafos os aspectos complementares à norma enunciada no caput do artigo e as exceções à regra por este estabelecida;”

2.2.2.2.1.1. Conceito de acionista controlador para fins de imputação de responsabilidade

Não há dúvidas que o conceito de acionista controlador previsto no artigo 116 da L.S.A. tem como objetivo definir as responsabilidades e impor deveres àquele acionista que detém o poder de mando na companhia. Não por outro motivo que as suas responsabilidades e seus deveres estão imediatamente previstos já no parágrafo único do artigo 116 e no artigo 117, ambos da L.S.A. A imputação de responsabilidade exige a indicação de um sujeito passivo, razão pela qual a noção de “acionista controlar” foi incluído na L.S.A. quando de sua edição em 1976, até então desconhecida na legislação anterior. Antes da edição da atual L.S.A., prevalecia a ideia de acionista majoritário. O legislador, verificando que a pessoa jurídica manifesta “o comportamento e a idoneidade de quem as controla”,⁴⁸⁰ entendeu indispensável a atribuição de responsabilidade àquele sujeito que manifesta tal comportamento por meio de suas deliberações na qualidade de acionista. Assim, estaria este, ao menos, vinculado a exercer seu poder em conformidade com a lei. O dever de observar a função social da empresa, a vinculação ao objeto social, a regulação sobre o exercício abusivo do poder de controle foram incluídas na legislação na esteira da delimitação normativa acerca do acionista controlador.

Essa posição ficou bem demonstrada no voto de Otavio Yazbek, no julgamento do Processo RJ 2009/1956 (Caso Tim), ao mencionar que:

[...] o art. 116 da lei acionária dá uma definição eminentemente instrumental, destinada a (i) definir um conteúdo mínimo de obrigações para tal pessoa ou grupo de pessoas (o que se faz, em especial, no parágrafo único do mesmo artigo) e (ii) estabelecer um conjunto de responsabilidades para estes (em especial no art. 117).⁴⁸¹

Não fosse isso, para este autor, não se mostraria desarrazoado entender que a obrigação de lançar a oferta pública, a fim de garantir o tratamento equitativo dos acionistas não controladores, é mais uma das responsabilidades do acionista controlador (adquirente, no caso). Se uma das funções do artigo 116 da L.S.A. é a imputação de responsabilidades, nada mais lógico que admitir o dever previsto no artigo 254-A da L.S.A. como mais uma das responsabilidades imputadas ao novo titular do controle.

⁴⁸⁰ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 229-230.

⁴⁸¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2009/1956, Reg 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado de 15.07.2009.

Portanto, a definição prevista no artigo 116 da L.S.A. tem como objetivo principal a imputação de deveres e de responsabilidades ao acionista controlador, estes regulados nos artigos e nos parágrafos imediatamente subsequentes. Isso pode ser sintetizado a partir dos ensinamentos dos próprios redatores da L.S.A.: “observe-se que a situação de controlador está definida em lei precipuamente para atribuir-lhe responsabilidades.”⁴⁸²

2.2.2.2.1.2. Conceito de acionista controlador para fins do artigo 254-A da L.S.A.

A imputação de responsabilidades ao acionista controlador, contudo, não impede a aplicabilidade deste conceito a outros dispositivos pertinentes, tal como o artigo 254-A da L.S.A. Essa questão é controversa porque há um ponto de penumbra na delimitação dos conceitos de poder de controle (artigo 116 da L.S.A.) e de alienação de ações integrantes do bloco de controle (artigo 254-A da L.S.A.).⁴⁸³

A diferença entre esses conceitos é colocada a partir da premissa de que o objeto da alienação de controle são as ações integrantes do bloco de controle, e não o poder de controle em si.⁴⁸⁴ Assim, o conceito de controle poderia ser desvinculado do artigo 254-A da L.S.A., conforme refere Eduardo MUNHOZ:

O poder de controle é um fato jurídico, ou um poder, ao qual a lei atribui determinados efeitos (regime especial de deveres e responsabilidades), com a finalidade de tutelar o interesse da companhia, dos demais acionistas e *stakeholders*. O bloco de ações de controle é um objeto de direito e está previsto no art. 254-A para determinar a obrigatoriedade da oferta pública de aquisição que visa a assegurar o tratamento igualitário aos não controladores, nas operações de aquisição de controle acionário.⁴⁸⁵

⁴⁸² LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 425.

⁴⁸³ “(...) o artigo 116 da lei societária não pode servir de base para a interpretação de todos os casos de alienação de controle”. EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 182. E “São conceitos diferentes, que exercem funções distintas.” MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 302.

⁴⁸⁴ “Neste dispositivo [artigo 254-A da L.S.A.] não há definição de poder de controle; conceitua-se a alienação de ações da companhia que pode conferir ao seu titular a posição de controle. O objeto do negócio não é, portanto, o poder (fato jurídico), mas do bloco de ações (objeto), que confere a seu titular esse poder. Seria uma absurdidade jurídica transferir um fato jurídico, ou seja, algo que cria, modifica ou extingue relações jurídicas. Pode-se transferir o objeto de direito, ou seja, bem ou direito que integra o patrimônio da pessoa. Por isso, no art. 254-A está expresso que a alienação se caracteriza pela transferência onerosa de ‘ações integrantes do bloco de controle’, e não pela cessão de um poder.” MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 307.

⁴⁸⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 302.

E arremata o mesmo autor: “a posição jurídica do acionista controlador, que pressupõe o conjunto de direitos, deveres e responsabilidades, de que antes se cuidou, não guarda relação, porém, com a disciplina de alienação de controle, objeto do art. 254-A”.⁴⁸⁶ No mesmo sentido entende Nelson EIZIRIK:

o artigo 116 da lei societária não pode servir de base para a interpretação de todos os casos de alienação de controle, visto que, em determinadas situações, a aplicação automática do conceito de acionista controlador para se analisar se deve ser realizada oferta pública prevista no artigo 254-A conduziria resultados equivocados.⁴⁸⁷

Diante disso, seria possível interpretar o artigo 254-A da L.S.A. como se houvesse a exigência de alienação de bloco majoritário de ações ou minoritário, sem buscar no artigo 116 da mesma lei a qualificação de controle. Afinal, em um há a definição de controle e em outro a de alienação de ações do bloco de controle.

Portanto, o artigo 116 da L.S.A. somente se aplicaria para fins de apuração de responsabilidade. Esse posicionamento foi manifestado pela CVM no julgamento Processo RJ 2005/4069. A justificativa é que no parágrafo § 1º, do artigo 254-A da L.S.A. não há menção a qualquer dos requisitos do artigo 116 da mesma lei, bem como suas finalidades são diversas.⁴⁸⁸

Os conceitos, como muito bem pontuado pelos autores, não se confundem e são delimitados cada um de acordo com sua finalidade. Todavia, a finalidade do artigo 116 seria apenas definir controle para fins de responsabilidade? Parece-nos que não.

⁴⁸⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 306-307.

⁴⁸⁷ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 182.

⁴⁸⁸ “27. Começo pelas conseqüências da inexistência de menção a "acionista controlador". Como se vê do art. 254-A, fala-se apenas em "alienação do controle", mas não se menciona o "acionista controlador" ou se faz referência ao art. 116. O que quer a lei com essa omissão aparente? Ela faz sentido? Essa omissão faz com que a disciplina da oferta pública do art. 254-A afaste-se da disciplina para a responsabilização do "acionista controlador"? Há 3/6 justificativa para que a regra do art. 116 e 117 dirija-se a destinatários diferentes dos destinatários do art. 254-A? 28. Analisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea "a") e o agir (alínea "b"), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém. Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. Ele pretende conferir a possibilidade de uma "compensação" à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada. O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a "[a] alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta".” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2005/4069, Reg 5096/2006, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, Ata da Reunião do Colegiado de 11.04.2006.

O negócio jurídico de “alienação de controle” (ou alienação de ações integrantes do bloco de controle) passa pela caracterização do acionista controlador ao menos quatro vezes, ao exigir: (i) que exista um acionista controlador para deflagrar a O.P.A., sob pena de se estar diante de uma companhia sem controlador, a que se aplica a O.P.A. do artigo 257 e não o artigo 254-A, ambos da L.S.A.; (ii) que haja um sujeito adquirente e outro alienante das ações do bloco de controle; (iii) que haja a transferência de ações do bloco de controle; e (iv) que a L.S.A. seja interpretada sistematicamente.

Em primeiro lugar (i), a importância do artigo 116 ao artigo 254-A é tão evidente que um dos motivos a não se aplicar o artigo 254-A a companhias com controle gerencial é a inexistência acionista controlador. Não há nessas companhias bloco de controle e, por consequência, seu titular (o acionista controlador). Conforme mencionado na nota de rodapé 426 acima, o artigo 254-A da L.S.A. aplica-se a companhias com acionista controlador, e o artigo 257 da L.S.A. a companhias com capital disperso. Logo, o conceito de acionista controlador é sim relevante à definição de alienação de controle prevista no artigo 254-A da L.S.A.⁴⁸⁹

O controle minoritário é passível a ambas as modalidades de O.P.A., visto que sua existência é concomitante com a existência de um controlador definido e de companhia com capital disperso. Embora a existência de controlador não seja o critério determinante para identificação da modalidade de O.P.A., isso não invalida a tese que o artigo 254-A aplica-se à alienação do controle minoritário; ao contrário, confirma-a. Isso porque comprova que a definição do artigo 116 da L.S.A. é relevante ao artigo 254-A, embora não o seja para o artigo 257, ambos da L.S.A.

A formação do bloco de controle depende da existência de um titular. Sua inexistência nos devolve à modalidade de controle gerencial, onde não existe nem bloco de controle nem acionista controlador, já que, ao contrário das outras modalidades, o controle gerencial “não é fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais”.⁴⁹⁰ Assim, a

⁴⁸⁹ “Não deveriam, portanto, prosperar as teses que sustentam que o controle referido em tal dispositivo [254-A] não seria o mesmo referido no artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas. Não há qualquer elemento na redação do art. 254-A que permita essa conclusão. No mesmo sentido, não parece razoável admitir a hipótese de que a lei acionária trabalhe com dois conceitos de acionistas controlador, um para fins de responsabilização do acionista controlador (artigo 116) e ou outro para fins de aplicação do *tag along* (artigo 254-A), até mesmo porque ambos encontram o mesmo fundamento: a concepção do controle como um poder, que enseja a responsabilidade pelo seu mau exercício, bem como a possibilidade de saída da companhia pelo acionista minoritário em caso de alteração de seu titular.” OIOLI, Erik Frederico. A obrigatoriedade do *tag along* na aquisição de controle diluído. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Cord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 322.

⁴⁹⁰ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 51.

existência de um acionista controlador (titular do poder de controle observados os requisitos do artigo 116 da L.S.A.) pressupõe a existência de um bloco de controle. Por isso discorda-se da posição de EIZIRIK de que “nas companhias com controle minoritário, não existe bloco de controle”.⁴⁹¹

Isso não significa, é verdade, que seja impossível exercer o controle não se sendo titular de ações, como em casos de controle gerencial. Agora, havendo controlador definido com base na participação acionária – como exige o artigo 116 da L.S.A. –, não se pode rechaçar a vinculação entre o “bloco de controle” detido pelo “acionista controlador”, sem isso implicar, em absoluto, a confusão de conceitos ou de finalidades.

Em segundo lugar (ii), alienação de qualquer bem ou a cessão de qualquer direito exige ao menos duas partes, pois se trata de negócio jurídico tipicamente bilateral pela existência de duas manifestações de vontade contrapostas (aceitação e oferta).⁴⁹² Diante disso, o negócio jurídico que, nos termos da lei, “resultar na alienação de controle” deve ser qualificado a partir da caracterização das partes do negócio. A aquisição derivada exige que as ações integrantes do bloco de controle (ou parte delas) passem de um sujeito para o outro, cabendo ao artigo 116 da L.S.A. a qualificação do sujeito e ao artigo 254-A a definição do objeto.

A identificação do sujeito é relevante a qualquer negócio jurídico. Não é porque o negócio jurídico é descrito sem mencionar seu sujeito que a qualificação deste seja prescindível. Por exemplo, a definição de comodato no C.C.B não menciona nem o titular do bem nem o comodatário, como se pode observar da redação do artigo 579: “o comodato é o empréstimo gratuito de coisas não fungíveis. Perfaz-se com a tradição do objeto.” Isso não significa a dispensa, para a existência e validade do negócio, da necessidade de um sujeito de direito capaz, tal como definido na Parte Geral do Código Civil brasileiro de 2002. Portanto, a alienação de controle, por se tratar de modo de aquisição derivada, pressupõe dois controladores, um antigo e um novo, visto que o controle passa de um para o outro por meio da transferência das ações integrantes do bloco de controle. A invocação do artigo 116 da L.S.A. é necessária para caracterização da transferência das ações integrantes do bloco de controle.

⁴⁹¹ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 182.

⁴⁹² A bilateralidade do negócio jurídico refere-se às manifestações de vontade, e não às prestações. Um contrato unilateral, como uma doação (uma prestação) é um negócio jurídico bilateral (duas manifestações de vontade), pois o donatário deve aceitar a doação para que ela se concretize. Já os contratos plurilaterais comportam duas ou mais manifestações de vontade, desde que elas tenham uma finalidade em comum (contrato de sociedade, e.g.). MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**: Parte geral, Tomo XXXVIII, Direito das obrigações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984. p. 7.

Em terceiro lugar (iii), não se pode confundir os conceitos de poder de controle e de ações integrantes do bloco de controle, como os próprios autores referem. As ações do bloco de controle são o objeto da alienação de controle, e não o controle propriamente dito, justamente por este ser uma situação de fato. Ocorre que, sendo o bloco de controle a fonte do poder de controle, conforme ensina BULHÕES PEDREIRA,⁴⁹³ a transferência de tal bloco acarreta, em regra,⁴⁹⁴ a transferência de controle. Por esse motivo o redator da L.S.A. afirmou que “a expressão controle da companhia é empregada também para significar o conjunto de ações de propriedade do acionista controlador, referido como bloco de controle.”⁴⁹⁵ E o referido doutrinador vai mais além: “o bloco de controle é uma universalidade de fato – apenas é considerado coisa coletiva em razão da identidade da pessoa (ou grupo de pessoas) titular das ações que o compõem.”⁴⁹⁶

Vale dizer, o bloco de controle é caracterizado pelo titular das ações que o compõem, de modo que a inexistência de acionista controlador significa a inexistência de bloco de controle. Afinal, as ações não são capazes de exercer o poder de controle por si, necessitando de um sujeito que se enquadre nos requisitos do artigo 116 da L.S.A. Veja-se que em nenhum momento a caracterização de bloco de controle exige a existência de mais de 50% das ações votantes, assim como o artigo 116 da L.S.A. não o faz.

A titularidade do controle acionário pressupõe o exercício do controle, bem como os demais requisitos previstos no artigo 116 da L.S.A., sob pena de se estar apenas diante da alienação de ações. A diferença essencial entre bloco de controle e bloco de ações é justamente a qualificação de seu titular, nos moldes do artigo 116 da L.S.A., que não exige quantidade mínima para caracterização do controle. A noção de bloco de controle difere da de bloco de ações justamente em razão do seu titular.

⁴⁹³ BULHÕES PEDREIRA, redator da L.S.A. define bloco de controle: “bloco porque esse conjunto de ações é considerado como coisa coletiva e ‘de controle’ porque é fonte do poder de controle.” LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 700.

⁴⁹⁴ É possível imaginar uma situação em que alguém adquira onerosamente as ações do bloco de controle e não o exerça efetivamente. Desse modo, não haveria de se aplicar a O.P.A. por alienação de controle, hipoteticamente.

⁴⁹⁵ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 700.

⁴⁹⁶ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 700. No mesmo sentido, é a posição de OIOLI, especificamente sobre o controle minoritário e a O.P.A. por alienação de controle: “Ainda que o art. 254-A não faça menção expressa a acionista controlador ou ao poder de controle, é irrefutável que o “controle” citado expressamente no dispositivo é manifestação do poder de controle do acionista controlador, definido na Lei das S.A. em seu art. 116. Admitir conclusão diferente levaria à situação de insegurança jurídica ainda maior que a aplicação do dispositivo às alienações de controle diluído.”

Por esse motivo, entendemos de modo diverso de EIZIRIK, para quem “não se pode confundir a titularidade do controle acionário, que pressupõe a propriedade de ações representativas de mais de metade do capital votante, com o seu mero exercício.”⁴⁹⁷ Afinal, o reconhecimento do controle minoritário, como visto nos itens acima, não exige mais de 50% das ações com direito a voto, mas tão somente os requisitos previstos no artigo 116 da L.S.A.

Em quarto lugar (iv), a despeito de posições em contrário de grandes doutrinadores e de alguns diretores da CVM, entendemos que a alienação de controle deve partir da regra do artigo 116 da L.S.A. por uma questão lógica. Cogitar que a definição de acionista controlador teria por finalidade única apenas a responsabilização do sujeito que comanda a companhia seria retirar da L.S.A. a principal característica de um ordenamento jurídico: a sistematicidade. Por esse motivo PERASSI afirmou que as normas devem ser analisadas em conjunto: “*le norme, che entrano a costituire un ordinamento, non stanno isolate, ma diventano parte di un sistema, in quanto certi principi agiscono come collegamenti, da cui le norme sono tenute insieme in modo da costituire un blocco sistematico.*”⁴⁹⁸

Não se mostra possível desconsiderar do conceito de alienação de controle o conceito de “controle” e de “acionista controlador”, ambos vinculados, lógica e sistematicamente, à alienação do controle. A qualificação do objeto da alienação (ações integrantes do bloco de controle) passa, necessariamente, pela noção de controle. Admitir o contrário seria concentrar a análise a apenas parte da lei, negando ao ordenamento jurídico as características de unidade, completude e coerência.

Por fim, registra-se que a instrução 361/2002 da CVM reconheceu expressamente que o polo alienante pode ser o “acionista controlador”, restando clara a vinculação ao artigo 116 da L.S.A.⁴⁹⁹

⁴⁹⁷ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 186.

⁴⁹⁸ PERASSI, Tomaso. **Introduzione alle scienze giuridiche**. Padova: CEDAM, 1953. p. 32. O entendimento do Direito como uma ciência, desde a Escola Pandectística, é decorrente também da ideia de sistema e de completude do ordenamento jurídico. Conforme WIEACKER: “Na verdade, as normas jurídicas não são plenas (...). No entanto, o lugar dos conceitos na pirâmide conceitual e as conexões lógicas do sistema permitem imediatamente um preenchimento consequente das lacunas da lei positiva através da ‘construção criadora’.” WIEACKER, Franz. **História do Direito Privado Modernos**. 4ª Ed. Lisboa: Calouste Gulbenkian, 2004. p. 502. Vide ainda BOBBIO, Norberto. **Teoria do Ordenamento Jurídico**. Tradução: Maria Celeste C. J. Santos. 10ª Ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1999.

⁴⁹⁹ “§4o Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76.” (grifou-se).

Portanto, entendemos que a definição de acionista controlador prevista no artigo 116 da L.S.A. se aplica à verificação no negócio jurídico de alienação de controle. Essa questão é central para a análise da alienação do controle minoritário à luz do artigo 254-A da L.S.A. Não é porque o artigo 254-A não faça remissão ao artigo 116 da L.S.A. que os requisitos existentes neste artigo não integram a regra da O.P.A. por alienação de controle.

2.2.2.2.2. O requisito do exercício de controle

O requisito do exercício do controle tem significado especial no que tange ao controle minoritário. Conquanto também o seja um requisito para caracterização do acionista controlador para as demais modalidades de controle interno (artigo 116, alínea “b”, da L.S.A.), no controle majoritário o poder de controle aparenta se fundamentar, principalmente, na posição acionária do acionista. Os requisitos do artigo 116 da L.S.A. acabam por ser mera decorrência dessa posição acionária, fundando-se justamente na titularidade majoritária. A seu turno, no controle minoritário, a posição acionária não incita tal presunção, exigindo que os requisitos, inclusive e principalmente o de exercício do controle, sejam constatados como condição de existência. Isto é, não são mera decorrência da posição acionária, mas sim os geradores da posição de controle.

Conforme visto acima, não é pacífica a aplicabilidade do conceito de controlador do artigo 116 da L.S.A. ao artigo 254-A. Todavia, é ainda menos pacífica a aplicabilidade do requisito do exercício do poder de controle, tão caro ao poder de controle minoritário, às O.P.A. por alienação de controle.

Há três possibilidades em relação ao papel do exercício de controle para fins do artigo 254-A da L.S.A.

A primeira, no sentido de que o exercício do poder de controle é irrelevante para o artigo 254-A da L.S.A.⁵⁰⁰ Para justificar a desvinculação entre os artigos 116 e 254-A, ambos da L.S.A., EZIRIK desperta uma situação em que, à primeira vista, a exigibilidade da O.P.A. seria imperativa: se um acionista majoritário, que não exerce efetivamente o controle (como exige o artigo 116, parágrafo único, da L.S.A.) vender seu bloco de ações, o adquirente deveria lançar a O.P.A. por alienação de controle? EZIRIK entende que sim, o que justificaria a desvinculação do conceito de acionista controlador ao de alienação de ações do bloco de controle. Isso porque a titularidade do bloco de controle pressupõe a maioria do capital votante, não significando o

⁵⁰⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2005/4069, Reg 5096/2006, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, Ata da Reunião do Colegiado de 11.04.2006.

próprio poder de controle que pode ser exercido por participação minoritária.⁵⁰¹ Isso o levou a concluir, *a contrario sensu*, que a existência de acionista controlador não serve para fins do artigo 254-A da L.S.A., visto que a O.P.A. seria devida mesmo sem se ter um acionista controlador. Vale dizer, os artigos 116 e 254-A da L.S.A. não teriam vinculação.⁵⁰² A CVM, do mesmo modo, entendeu que o exercício do poder de controle não poderia ser levado em consideração para fins de alienação de controle, visto que não seria possível apurar sua efetividade antes da realização da O.P.A.⁵⁰³

A segunda, de CARVALHOSA, no sentido de que o requisito da efetividade do poder de controle deve ser vista apenas em relação ao acionista adquirente (quem faria a O.P.A.), e não ao alienante. Assim, não seria importante perquirir se o antigo controlador exercia o controle ou não (ou até mesmo se era majoritário ou minoritário). Essa constatação foi feita quanto ainda vigente a regra de que se consideraria como controlador aquele que obtivesse nas últimas três assembleias a maioria das deliberações. A fim de evitar que o alienante deixasse de obter maioria na última assembleia, CARVALHOSA menciona que a análise limitar-se-ia ao adquirente:

A efetividade do controle deve ser visualizada da parte do adquirente e não do cedente do bloco de ações. Isso porque pode ocorrer que o acionista alienante detenha a maioria absoluta do capital votante sem ter jamais ou, então, ultimamente, exercido o poder de direção das atividades sociais, nem orientado a política da administração da companhia. (...) Assim, para os efeitos da obrigatoriedade da oferta pública das alienações privadas de controle, a efetividade deste pode ser futura, na pessoa adquirente, e não presente, na pessoa do acionista alienante.⁵⁰⁴

⁵⁰¹ Vide nota de rodapé nº 497.

⁵⁰² EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 182.

⁵⁰³ “31. Isso nos leva a perguntar se faria sentido excluir o exercício do controle como requisito para a necessidade de oferta pública. Parece-me que sim, por um argumento simples: se, na alienação de controle, alienante deve entregar algo (controle) e o adquirente deve receber esse mesmo algo, e, dado que não há obrigação de o titular de mais de 50% das ações com direito a voto exercer o controle, a verificação da aquisição de controle – que obrigaria o adquirente a realizar oferta pública – só poderia ser verificada posteriormente à transferência dos valores mobiliários, se e quando o adquirente passasse a exercer o controle. 32. Contra esse argumento, não se pode nem mesmo afirmar que o relevante é a alienação e não a aquisição, pois o art. 254-A menciona expressamente o adquirente do controle. Não sem outro motivo, tem-se como pacífico que a alienação de controle mediante oferta pública para investidores dispersos não gera oferta pública (pois ninguém o adquire).” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2005/4069, Reg 5096/2006, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Ata da Reunião do Colegiado de 11.04.2006. Participaram do julgamento o Diretor Pedro Marcílio (Relator), seguido pelo então Presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, e pelos Diretores, Sergio Eduardo Weguelin Vieira, Wladimir Castelo Branco Castro.

⁵⁰⁴ CARVALHOSA, Modesto. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. p. 145.

A terceira, de que o exercício do controle deve manifestar-se tanto no controlador alienante quanto no adquirente para fins de obrigatoriedade da O.P.A. por alienação de controle, que defendemos.

A mera alienação de mais de metade das ações votantes, por si só, não importaria, neste caso específico de ausência de exercício efetivo do poder de controle, na sua transferência, porquanto esta só se concretizaria quando forem transferidas as ações integrantes do bloco de controle, levando-se em consideração, nunca é demais repetir, a regra do artigo 116 da lei societária. Portanto, a venda de ações por não controlador, independentemente de qual seja sua quantidade, não importaria em aquisição derivada de controle. Tal como mencionado anteriormente, COMPARATO entende que o requisito do exercício do controle é prescindível quando se está diante de controle majoritário, ao passo que LAMY FILHO entende que é indispensável.⁵⁰⁵ Ao concordarmos com o segundo, temos de concluir pela necessidade de exercício do controle pelo adquirente e alienante.

Nessa situação, não haveria ações integrantes do bloco de controle passando de um controlador para outro. Estar-se-ia, sim, diante de uma aquisição originária, porquanto o poder de controle forma-se nas mãos do adquirente das ações, se levarmos em consideração que o exercício deve ser ponderado. A nosso ver, as ações até passam de uma mão para a outra de modo derivado, mas não as ações do bloco controle, que pressupõem o exercício do poder controle. Afinal, o bloco de controle é uma universalidade de fato diversa das ações que o compõem, justamente em vista da qualificação de seu titular. Isso significa que o não exercício do poder de controle pelo acionista majoritário acaba, a par de desqualificá-lo como acionista controlador, fazendo desaparecer o bloco de controle. Assim, por o artigo 254-A da L.S.A. tratar-se de “aquisição derivada”, o bloco de controle deve ser transferido de um controlador para outro, considerando-se o artigo 116 da L.S.A. como critério de qualificação de ambos os controladores.

Muito embora haja no artigo 254-A o termo “resultem” na alienação de controle, o que daria maior ênfase ao adquirente do que ao alienante, entende-se que isso, por si só, não implica na negação absoluta da origem ou da causa, embora dê ênfase no resultado.

O argumento de EIZIRIK é fundamentado na falta de relação entre os artigos 116 e 254-A da L.S.A., já que seria exigida a O.P.A. por alienação em caso de transferência do bloco majoritário por acionista não controlador que não exerce. Amparado na doutrina de BULHÕES PEDREIRA, entendemos que o bloco de controle é caracterizado em razão do titular das ações

⁵⁰⁵ Vide nota de rodapé 190.

que o compõem, isto é, o acionista controlador na forma do artigo 116 da L.S.A. Assim, o requisito efetividade integraria a norma do artigo 254-A da L.S.A.⁵⁰⁶

Quanto à posição da CVM (de que é irrelevante à alienação de controle o efetivo exercício do controle, pois inviável de se apurá-lo antes da O.P.A.), não se pode negar a dificuldade apontada pelo órgão. Estar-se-ia diante de um típico caso de antinomia do ordenamento a ser resolvido por uma de suas diversas formas de solução de conflito. Por sorte, há uma solução prática, e não jurídica, para esse problema. É remota a possibilidade de alguém adquirir onerosamente um bloco de controle, registrar e lançar a O.P.A. e, após, não exercer o poder que lhe decorre. Caso isso ocorra, muito provavelmente seu adquirente não irá registrar o pedido de O.P.A. por alienação ao órgão regulador do mercado de capitais.

Assim, dada a dificuldade de caracterizar o exercício do controle minoritário *ex post*, caberia confiar aos agentes do mercado – os não controladores – insatisfeitos com eventual atuação do adquirente do controle que recorressem à CVM ou ao Poder Judiciário. Caberia a eles demonstrarem que os requisitos do artigo 254-A da L.S.A. foram preenchidos, mas descumpridos pelos controladores.

A existência de acionista majoritário (ou até minoritário) que não exercite seu poder de controle, tendo condições para tanto, é rara – ou até desconhecida. É difícil de imaginar alguém que tenha a possibilidade de usufruir de tamanho privilégio e não o faça. Ainda mais sem tentar solicitar a dispensa de registro de O.P.A. e comprovar à CVM que não exercitará o controle. Podemos desenhar uma situação hipotética lançada ao extremo: “A” adquire de “B” o bloco de controle da companhia “X” com a intenção de doá-lo a “C”, uma fundação beneficente. Entendemos que se for requisitado o pedido de dispensa da O.P.A. à CVM, demonstrando que o controle não será exercido, a autarquia poderia liberá-lo de realizar a O.P.A. A doação posterior também não exigiria o lançamento de O.P.A., por não ser onerosa.

O dever de observância à lei e a interpretação restrita do artigo 254-A, nesse caso, beneficiaria o adquirente dessas ações que estará desobrigado a lançar a O.P.A. mesmo adquirindo ações que lhe caracterizem como controlador majoritário. Todavia, a excepcionalidade não pode ser utilizada como fundamento para permitir aplicação inadequada do instituto. Trata-se de situação rara e, por mais que se entenda que deveria incidir a O.P.A. por alienação, parece-nos ser essa a opção legislativa. Em outras palavras, seria a exceção que confirmaria a regra, sendo muito mais fácil aceitarmos uma injustiça em situação extrema do que uma em situação habitual. Eventuais utilizações abusivas, ilegais e fraudulentas devem ser

⁵⁰⁶ Vide nota 496

endereçadas a partir desses institutos, sendo inadequado buscar na O.P.A. uma finalidade que o legislador não quis dar.

Assim, o requisito do exercício também se faz aplicável ao artigo 254-A da L.S.A., não havendo qualquer óbice à exigibilidade de O.P.A. por alienação de controle minoritário.

2.2.2.2.3. A falta de estabilidade como óbice à aplicação do artigo 254-A à alienação do controle minoritário

A segurança jurídica no caso de alienação de controle minoritário pode ser abalada sob dois aspectos: (i) a incerteza sobre a existência de um controlador minoritário e (ii) a incerteza sobre a aplicabilidade do artigo 254-A da L.S.A. neste caso.

Um forte argumento contrário à aplicação do artigo 254-A da L.S.A. ao controle é a possibilidade de o controlador adquirente perder o poder de controle, mesmo tendo arcado com todos os custos decorrentes da O.P.A. por alienação de controle. Independentemente de sua vontade, poderia o controlador minoritário ser retirado de sua posição caso outro acionista ou grupo de acionistas viesse a superar sua participação. Isso impediria que o instituto da O.P.A. fosse estendido ao adquirente do controle minoritário.

Outro ponto mencionado para a não aplicação da O.P.A. nos casos de alienação do controle minoritário é insegurança jurídica que isso promoveria, especialmente em vista da necessidade de avaliação pontual de todos os requisitos para formação do bloco de controle na forma do artigo 116 da L.S.A. Levando em consideração a importância desse princípio ao mercado de capitais não se poderia admitir que o instituto da O.P.A. ficasse dependente da interpretação da CVM sobre sua aplicabilidade caso a caso. Essa posição é externalizada por EIZIRIK e CARVALHOSA.⁵⁰⁷

A verificação do controle minoritário, como visto acima, passa necessariamente pela ponderação criteriosa dos requisitos elencados no artigo 116 da L.S.A. para configuração do poder de controle. Em tese, por ser menos estável que o controle majoritário, a constatação do controle minoritário daria margem a interpretações divergentes que em nada contribuíssem ao desenvolvimento do mercado de capitais.

⁵⁰⁷ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. CARVALHOSA, Modesto. O desaparecimento do Controlador nas Companhias com Ações Dispersas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 516-521.

Não há dúvidas da importância e da imprescindibilidade da segurança jurídica ao mercado, especialmente ao de capitais. A alocação de recursos e de riscos exige do investidor um ambiente juridicamente favorável e seguro, sob pena de outras fontes de investimento serem preferidas em detrimento do mercado de ações.⁵⁰⁸

Não se discorda, outrossim, do argumento de que aquisições eficientes poderiam ser inibidas em razão da imposição do artigo 254-A da L.S.A. a alienações de controle minoritário. A incerteza quanto à configuração de um bloco de controle minoritário e da sua aplicabilidade pode ser determinante ao interessado no controle para não negociar as ações integrantes do bloco de controle. Isso porque quanto maior a participação do controlador minoritário, maior a certeza de que o controle minoritário será mantido. Quanto menor a sua participação, menor certeza e menos segurança na operação. Todos esses argumentos mostram-se relevantes e devem ser endereçados pelos agentes do mercado a fim de garantir a maior segurança aos investidores e ao mercado.

Todavia, não se pode perder de vista que, a despeito das considerações acima, há circunstâncias que relativizam ou que minimizam o impacto de eventual insegurança jurídica.

A primeira seria o valor do ágio de controle. O interessado no controle deve avaliar adequadamente as bases pelas quais o atual controlador exerce seu poder de mando. Avaliação do nível de absentéismo, do grau de dissociação do controle, do perfil dos acionistas institucionais, a existência de *poison pills* brasileiras, métodos de defesa estatutários, são exemplos de situações que exigem do adquirente do controle a devida reflexão sobre a conveniência de negociar a posição de controle diretamente com o titular do controle. Nesse caso, admitindo que a segurança jurídica é inferior aos casos de aquisição do bloco de controle majoritário, valor do prêmio de controle pode ser o meio adequado a compensar essa insegurança. Assim, quanto maior certeza e confiança na estabilidade do controle minoritário, maior tenderia a ser o valor do prêmio. Quando houvesse maior risco de ofertas concorrentes e de uma tomada hostil do recém-adquirido controle, o valor do prêmio seria menor.

A segunda seria a possibilidade de lançamento de O.P.A. por aquisição de controle, prevista no artigo 257 da L.S.A. Caso o adquirente entenda que há risco de lançar a O.P.A.

⁵⁰⁸ Neste aspecto, Humberto ÁVILA reflete que quando são possíveis vários sentidos em uma interpretação, deve-se buscar a solução a partir daquele método interpretativo que forneça maior segurança jurídica. ÁVILA, Humberto Bergmann. **Segurança jurídica**: entre permanência, mudança e realização no direito tributário. 2ª Ed. Porto Alegre: Malheiros, 2012. p. 641. Todavia, a nosso ver, o artigo 254-A da L.S.A. não ocasiona maiores dúvidas quanto a sua aplicação propriamente dita, mas sim sobre a situação subjacente do próprio controle minoritário e de eventual desproporcionalidade na exigência do artigo 254-A da L.S.A. na alienação desta modalidade de controle. Portanto, a nosso ver, a segurança jurídica é observada a partir da interpretação da norma legal tal como posta pelo legislador, mesmo que eventual resultado não seja o mais adequado.

prevista no artigo 254-A e possa mesmo assim não exercer o controle por fatos externos a sua vontade, ele pode lançar mão do expediente da O.P.A. por aquisição de controle. A possibilidade de lançamento de O.P.A. parcial torna ainda mais atrativa a utilização deste mecanismo, impossível de verificação em companhias com controle majoritário.

Não se ignora o fato de ser de difícil ocorrência o lançamento da O.P.A. do artigo 257 da L.S.A. nesses casos, pois sua viabilidade depende da posição acionária do atual controlador. Vale dizer, quanto maior a participação do controlador, mais difícil será a aquisição do controle sem a anuência deste. A par disso, ainda é possível que a concentração de ações por grupos determinados de acionistas enseje a deflagração de outras modalidades de O.P.A., como a por perda de liquidez.

Entretanto, isso apenas confirma nossa posição sobre a aplicação do artigo 254-A da L.S.A. à alienação do controle minoritário. Em situações em que o controlador minoritário tiver pouca participação – e houver menos segurança jurídica dada a sua instabilidade –, a O.P.A. do artigo 257 da L.S.A. surge como alternativa viável e menos onerosa. Quanto maior a participação do controlador minoritário, a O.P.A. por aquisição de controle torna-se menos atraente, até mostrar-se completamente inviável do ponto de vista econômico. No momento em que isso ocorrer, surgiria a necessidade de tutela dos acionistas, garantida por meio do artigo 254-A da L.S.A.

Caso contrário, estaria o controlador adquirente em posição de excessiva vantagem, pois estaria desobrigado de lançar a O.P.A. por aquisição e por alienação, obtendo o controle a mercê de todos os demais acionistas não controladores.

Ainda, como refere OIOLI, a insegurança jurídica, embora existente, não é capaz de alterar a aplicabilidade do artigo 254-A da L.S.A. ao controle minoritário. Ademais, a dificuldade de sua aplicação, segundo o autor, não seria motivo para sua desconsideração:

Sendo o controle minoritário um controle de fato, sua caracterização ou não carrega consigo uma grande carga de insegurança jurídica. Isto tem levado autores a verdadeiros malabarismos hermenêuticos para construção de interpretações convincentes acerca da não aplicação do artigo 254-A às transferências de controle diluído.⁵⁰⁹

Portanto, a questão da segurança jurídica no que se refere à alienação do controle minoritário é relativa. Embora a argumentação de que é desproporcional exigir o lançamento

⁵⁰⁹ OIOLI, Erik Frederico. A obrigatoriedade do *tag along* na aquisição de controle diluído. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Cord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 321.

da O.P.A. por alienação de controle quando a qualquer momento um terceiro pode tomar a posição do controlador, a coordenação entre as duas modalidades de O.P.A. (por alienação e por aquisição de controle) acaba endereçando esse conflito: em situações com menor certeza de manutenção do controle minoritário, a O.P.A. por aquisição de controle torna-se mais atraente; em situações com maior certeza e com impossibilidade de lançar a O.P.A. do artigo 257 da L.S.A., a O.P.A. por alienação de controle torna-se necessária.

Como em qualquer ambiente em que prevalecem as forças do mercado, nada mais adequado que deixar a cargo dos próprios agentes a deliberação sobre a conveniência de pagar um prêmio de controle ou de lançar a O.P.A. por aquisição de controle. O que não se pode admitir é que, em prol da segurança jurídica, reneguem-se direitos previstos em lei.

2.2.2.2.4. A caracterização da alienação do controle minoritário: Caso TIM S.A.

Diante de todas as considerações afirmadas acima, pode-se concluir que a alienação do controle minoritário enseja a aplicação do artigo 254-A: (i) se houver um controlador minoritário (ou grupo de controle) titular de um bloco de controle; e (ii) se esse controlador alienar onerosamente ações integrantes do bloco de controle a alguém (ou um grupo) que venha a ser caracterizado como acionista controlador em vista do negócio de alienação das referidas ações do bloco de controle.

Assim, os requisitos do artigo 116 da L.S.A. – que não exigem a formação de maioria do capital votante – são essenciais a fim de caracterizar o controlador alienante e o controlador adquirente, a partir da alienação das ações integrantes do bloco de controle do primeiro ao segundo.

O caso paradigmático sobre o assunto levado à apreciação da CVM é o da TIM Participações S.A. (“Caso TIM”), referente ao Processo CVM RJ-2009/1956.⁵¹⁰

(i) *Síntese do caso*: a discussão cingia-se à aplicabilidade da O.P.A. do artigo 254-A em vista da suposta alienação de controle, na Itália, pelos controladores da Olimpia S.p.A. – “Olimpia” (controladora indireta da TIM Brasil Serviços e Participações S.A. – “TIM Brasil” com participação de 17,99% por meio de um grupo societário) à Telco S.p.A – “Telco”, que passou a deter indiretamente (com 24,5% das ações com direito a voto) da TIM Brasil. A TIM Brasil é controladora da TIM Participações S.A. – “TIM Participações”, companhia aberta negociada na BM&FBovespa.

⁵¹⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2009/1956, Reg 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado de 15.07.2009.

(ii) Estrutura societária antes da aquisição:

A TIM Participações constituía-se de companhia aberta negociada na BM&FBovespa, cuja controladora era a TIM Brasil, com titularidade de 81,24% das ações ordinárias. A TIM Brasil era indiretamente controlada pela Telecom Italia S.p.A, esta controlada pela Olimpia (com 17,99% dos direitos de voto)⁵¹¹, sociedade italiana cujos acionistas eram a Pirelli&C. S.p.A. – “Pirelli” (com 80% das ações) e Edizione Finance International S.A. – “Edizione S.A.” e Edizione Holding S.p.A. – Edizione Holding” (ambas com 20% em conjunto).

(iii) A suposta alienação de controle:

Em 25/10/2007, a Telco (sociedade constituída como veículo para a aquisição da Olimpia pelos investidores Assicurazioni Generali S.p.A., Sintonia S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mediobanca S.p.A. e Telefónica S.A. – “Telefónica”) adquiriu a totalidade das ações da Olimpia, detidas pela Pirelli, pela Edizione S.A. e pela Edizione Holding. A Telco, após a incorporação da Olimpia) passou a deter indiretamente os 17,99% dos direitos de voto na TIM Brasil, que, acrescidos dos 5,6% já detidos e de 0,91% adquiridos, totalizavam 24,5% dos direitos de voto sobre a Tim Brasil.

(iv) Estrutura societária após a alienação:

Assim, após a alienação das ações da Olimpia à Telco, a TIM Brasil passou a ser controlada pela Telco,⁵¹² por 24,5% dos direitos de voto.⁵¹³

(v) Estrutura de controle:

A estrutura de controle e de governança da Telco e da Telecom Italia S.p.A., pode ser extraída do relatório da decisão da CVM⁵¹⁴, que, para melhor compreensão, reproduzimos:

[...] 13. De acordo com o Estatuto Social e o Acordo de Acionistas da Telco, o Conselho de Administração da Companhia tem dez membros. Enquanto as participações societárias se mantiverem nas atuais proporções, os titulares de ações Classe A elegerão seis membros do Conselho de Administração, sendo que Assicurazioni Generali S.p.A. indicará dois desses seis membros, e Sintonia S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A. e Mediobanca S.p.A. indicarão, cada uma, um membro. Todos os titulares de ações Classe A indicarão, por unanimidade, o Presidente do Conselho de Administração. A Telefónica S.A., titular das ações Classe B, elegerá 4 membros, dentre eles o Vice-Presidente.

⁵¹¹ No caso, o grupo societário pode ser representado graficamente da seguinte forma: Olimpia S.p.A. — (17,99%) → Telecom Italia S.p.A — (100%) → Telecom Italia International N.V. — 100% → Tim Brasil Serviços e Participações S.A. — 81,24% → Tim Participações S.A. (negociada em bolsa).

⁵¹² Telco tem como acionistas: Mediobanca (com 10,6%), Assicurazioni Generali (com 28,1%), Intesa Sanpaolo (com 10,6%), Sintonia (com 8,4%) e Telefónica (com 42,3%).

⁵¹³ Telco — (24,5%) → Telecom Italia S.p.A — (100%) → Telecom Italia International N.V. — 100% → Tim Brasil Serviços e Participações S.A. — 81,24% → Tim Participações S.A. (negociada em bolsa).

⁵¹⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2009/1956, Reg 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado de 15.07.2009.

14. O Estatuto Social da Telecom Italia estabelece que o Conselho de Administração da companhia é composto por não menos que sete e não mais que vinte e três membros, sendo que o número será determinado pela Assembleia.

15. A indicação dos membros do Conselho de Administração é feita pelo mecanismo de voto por lista. Quatro quintos dos conselheiros eleitos são escolhidos a partir da lista que receber o maior número de votos, seguindo-se a ordem de preferência nela indicada e ignorando-se as frações. Os demais conselheiros serão eleitos com base no número de votos obtidos pelas outras listas e o número de assentos a serem preenchidos. Os resultados podem variar conforme o número de votos representados pelos acionistas presentes, bem como o número de listas apresentadas.

16. O Acordo de Acionistas da Telco prevê que a lista dos conselheiros da Telecom Italia a ser indicada por aquela companhia deve ser aprovada pelo Conselho de Administração da Telco. Enquanto forem mantidas as atuais proporções de participação no capital social da Telco, a Telefónica indicará dois membros que constarão da referida lista e os titulares das ações Classe A indicarão os demais candidatos, sendo que três deles deverão ser aprovados de forma unânime pelos titulares das ações Classe A e os outros deverão ser indicados pelos detentores de ações Classe A respeitando-se a sua respectiva participação no capital social.

17. A tabela abaixo resume as participações dos acionistas nas últimas assembleias gerais da Telecom Italia:

Data da Assembleia	Total de acionistas com direito a voto presentes na assembleia	Participação da Olimpia / Telco com relação aos acionistas presentes
07.04.2005	38,67%	55,49%
13.04.2006	31,42%	57,25%
16.04.2007	36,03%	49,94%
14.04.2008	39,49%	62,06%
08.04.2009	39,80%	61,57%

A decisão técnica da CVM entendeu que havia a obrigatoriedade de realização de O.P.A. por alienação de controle pela operação de alienação entre os controladores da Olimpia à Telco. Inconformada, a Telco interpôs recurso contra tal decisão, apreciado pelo Colegiado da CVM em 15.07.2009. Ainda, estava em discussão à aplicabilidade da Lei brasileira ou italiana para caracterização do poder de controle e da obrigatoriedade do lançamento de O.P.A. por alienação de controle.

(vi) Síntese dos votos:

(vi.1) Diretor Eliseu Martins – Relator

Quanto à legislação competente, o Relator entendeu que deveria ser aplicável no caso a Lei brasileira, visto que houve a alienação indireta do controle da Tim Participações, constituída no Brasil. Assim, na forma do artigo 11 da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro, a L.S.A. deveria reger a alienação do controle. Isso permitiria que os interesses dos minoritários fossem tutelados, objetivo do artigo 254-A da L.S.A. e, em última instância, da própria CVM.

Ao abordar a questão do conceito de alienação de controle e de acionista controlador, o Relator pontuou que os objetivos dos artigos 116 e 254-A, ambos da L.S.A., são diversos, cabendo ao primeiro definir o conceito de acionista controlador para fins de caracterização do poder de controle e para fins de imputação de responsabilidade, e, ao segundo, a compensação ao acionista minoritário. Entendeu ainda que o requisito do exercício do controle seria necessário apenas para a responsabilização do controlador, e não para caracterização do controle.

Ao analisar concretamente a estrutura de controle, o Diretor Eliseu Martins entendeu que a Olimpia exercia, com 17,99% das ações com direito a voto, o controle direto sobre a Telecom Italia, que por sua vez, controlava a TIM Participações. Mesmo tratando-se de modalidade de controle minoritário, a caracterização dos requisitos do artigo 116, alínea a, da L.S.A. estavam presentes na relação societária entre Olimpia e Telecom Italia, visto que a lei societária não exigiu a titularidade de mais de 50% dos do capital com direito a voto.

Assim, o Diretor demonstrou que o controle, mesmo que minoritário, a Olimpia obteve consistentemente a maioria dos votos dos presentes nas assembleias gerais, elegendo a maioria dos administradores em todas as assembleias, inclusive em 2007 quando, por 0,06%, não obteve a maioria dos presentes. O Relator referiu que a não obtenção da maioria, em apenas uma assembleia, não desconfiguraria a estabilidade ou a permanência no poder, especialmente em vista da eleição a indicação da maioria dos administradores. O pagamento de um prêmio de 40% sobre o valor das ações também foi sopesado para caracterizar a alienação de controle, demonstrando a relevância dessa participação.⁵¹⁵

⁵¹⁵ “Em suma, concluo que:

- i. na época da realização da operação, a Olimpia controlava a Telecom Italia diretamente e a TIM Participações indiretamente, de acordo com o disposto na legislação brasileira, pois consistentemente obteve a maioria dos votos presentes nas assembleias gerais da Telecom Italia e elegeu a maioria de seus administradores. Ao analisarmos o histórico das assembleias da Telecom Italia, vemos que o fato de a Olimpia não ter obtido a maioria dos votos presentes na AGO de 2007 por 0,06% dos votos não descaracterizou o caráter de permanência desse poder;
- ii. as circunstâncias apontadas como indicadoras da inexistência de controle não parecem ser suficientes. O fato de a CONSOB não ter determinado a consolidação das demonstrações financeiras não significa que não havia controle. A consolidação pode ser uma consequência da existência da relação de controle, mas não necessariamente. Adicionalmente, não podemos desconsiderar a existência da Telco para tratar as participações de cada um dos seus acionistas individualmente. Ao constituírem a Telco, alinharam seus interesses para fins de participação da Telecom Italia e devem ser considerados em conjunto;
- iii. por outro lado, algumas circunstâncias não determinantes, mas indicativas da existência de controle e de sua alienação, ajudam a reforçar a conclusão de que havia o controle, tais como o pagamento de prêmio relevante para a aquisição de participação minoritária e o fato de a ANATEL ter, em suas investigações, verificado a existência de transferência de controle, tanto que criou diversas restrições ao exercício desse controle pela Telefônica;
- iv. restou caracterizado o controle da Telecom Italia pela Olimpia, ficando claro que tal controle foi alienado para a Telco, terceiro que adquiriu 100% do capital social da Olimpia por meio de transferência onerosa de ações. O controle indireto da TIM Participações foi, portanto, igualmente alienado.” COMISSÃO DE

Portanto, a par de entender aplicável a lei brasileira, o Diretor concluiu pela aplicabilidade da O.P.A., visto verificar os requisitos do artigo 116, alínea a, da L.S.A. pelos titulares de ações da Telecom Italia, controladora da Tim Participações.

(vi.2) Diretora Maria Helena dos Santos Fernanda de Santana – Presidente

Em relação à lei aplicável, a Presidente da CVM entendeu que nos casos em que a O.P.A. for exigida em um país (no caso o Brasil), mas a sociedade está constituída sobre as normas de outro (a Itália), a legislação pertinente seria a do local que determinaria a aplicação da O.P.A., mas levando-se em consideração o conceito de controle segundo a lei da constituição da sociedade. Vale dizer: a lei relativa a alienação de controle seria a brasileira, mas a caracterização do controlador ficaria a cargo da legislação italiana.⁵¹⁶

Portanto, a Diretora e Presidente passou a analisar a noção de controle segundo a legislação italiana e Europeia. Tal como visto no item 2.1.2, a Diretiva Europeia atribui ao Estado-Membro da responsabilidade para definição de controle que, no caso da Itália, estipula a presunção de acionista controlador aquele que detiver mais de 30% das ações com direito a voto, sendo mandatória a O.P.A. nesse caso. Assim, a Presidente da CVM invocou a posição da CONSOB quanto à qualificação da Telco em relação à Telecom Italia. O órgão responsável pela fiscalização do mercado de capitais italiano teria entendido que a ausência de atingimento do gatilho de 30%, bem como a ausência de maioria na assembleia de 2007, quando ocorreu a alienação, não permitira a qualificação da Olimpia como controladora. Ademais, após a alienação de controle, “a Telco somente atingiu percentual superior a 50% se consideradas não só as ações provenientes da Olimpia, mas também aquelas relativas à contribuição realizada ao capital de Telco por outros acionistas.”⁵¹⁷

Assim, em vista da aplicabilidade da legislação italiana, não se estaria diante de uma alienação de controle para que houvesse a incidência do artigo 254-A da L.S.A. A Presidente,

VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2009/1956, Reg 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado de 15.07.2009.

⁵¹⁶ “1.10 Ou seja, assim como nossa LICC, a Diretiva Europeia, ao tratar de casos em que a OPA for exigível em um país, mas relativa a sociedade situada em outro, estabeleceu que a OPA será regida pelo país em que houver a obrigação de realizar a OPA (equivalente ao nosso art. 9º, que faz incidir o art. 254-A da Lei das S.A.), mas que a aferição quanto à participação que será considerada controle se dará pela legislação do país em que estiver a sede da sociedade cujas ações são objeto de oferta.

1.11 Desta forma, assim como entendo que pode ocorrer no Brasil, à luz da LICC e diante de uma operação de venda de controle ocorrida no exterior, na Comunidade Europeia os destinatários de uma OPA ficam sujeitos à legislação de outro país, aquele onde for sediada a respectiva sociedade, para fins de conceituação do que é considerado controle. E essa definição é que irá determinar se haverá ou não OPA em um caso concreto.”
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2009/1956, Reg 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado de 15.07.2009.

⁵¹⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2009/1956, Reg 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado de 15.07.2009.

todavia, não descartou sua incidência para casos de controle minoritário, mas frisou a importância de se aprofundar a discussão para o estabelecimento de critérios para a incidência da O.P.A. por alienação de controle nesses hipóteses.

(vi.3) Diretor Otavio Yazbek

Em relação à lei aplicável, Otavio Yazbek entendeu que o que estava sendo analisado era a alienação de controle indireto da Tim Participações, de modo que a legislação aplicável seria a brasileira.

Em relação à alienação de controle, o Diretor posicionou-se no sentido de que o artigo 116 da L.S.A. teria por finalidade precípua para imputação de direitos e de responsabilidade. Todavia, acenou para a possibilidade de utilização do artigo 116 da L.S.A. como “suporte” à aplicação do artigo 254-A da L.S.A., devendo-se analisar caso a caso a situação para verificação da alienação de controle.⁵¹⁸ A finalidade de proteção dos acionistas dispersos seria diversa da de caracterização do acionista controlador.

Conquanto tenha admitido, em princípio, a aplicabilidade da O.P.A. por alienação de controle aos casos de controle minoritário, na análise concreta do Caso Tim, o Diretor entendeu que a Olimpia não detinha o controle da Telecom Italia. Isso porque no ano de 2007 a Olimpia não obteve a maioria dos votos na assembleia geral, tanto que a Telco teve de reforçar o sua posição para, nas assembleias seguintes, obter a maioria dos votos na assembleia. Assim, não seria aplicável o artigo 254-A da L.S.A.

(vi.4) Diretor Eli Loria

⁵¹⁸ “Não gostaria aqui de, no mesmo diapasão da declaração de voto apresentada pelo Diretor Eli Loria no presente caso, afastar de pronto qualquer possibilidade de negócio jurídico que transfira poder de controle minoritário e que, com isso, possa vir a ensejar a aplicação do art. 254-A da lei acionária.

A bem da verdade, creio que tal possibilidade não é de todo inconsistente com o regime do citado art. 254-A, mesmo porque, ainda na vigência do art. 254 original (que, revogado pela Lei n. 9.457/97, foi o embrião do atual art. 254-A, incluído pela Lei n. 10.303/01), a Resolução CMN n. 401/76, que regulamentava aquele dispositivo, já tratava expressamente do controle minoritário.

Neste sentido, a referida Resolução dispunha, em seu inciso IV, que “Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que assegurem a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da companhia”. Naturalmente, a mera existência de dispositivo, em norma revogada, não permite maiores exercícios de hermenêutica.

Ainda assim, porém, ela sinaliza que, muito provavelmente, a possibilidade de alienação de controle minoritário para os fins do art. 254-A não é descabida. A análise deve realizar-se caso a caso – nesta linha, aliás, é extremamente sintomático que o regime anteriormente vigente tenha remetido a determinados fatos bastante concretos (“as três últimas Assembleias Gerais da companhia”), de modo a afastar, do controle minoritário, justamente aquela fugacidade, aquela instabilidade, que usualmente o caracteriza.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2009/1956, Reg 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado de 15.07.2009.

Por se tratar a O.P.A. do artigo 254-A da L.S.A. de uma obrigação, na forma do artigo 9ª da Lei de Introdução das normas do Direito Brasileiro, seria aplicável a legislação nacional, local onde a obrigação teria se constituído.

Em relação à incidência do artigo 254-A em casos de alienação de controle minoritário, o Diretor foi assertivo ao referir: “concluindo, entendo que as atuais regras definindo ‘alienação de poder de controle’ não abrangem a alienação de controle minoritário e, portanto, tal alienação não resulta na necessidade de realização de uma OPA.”⁵¹⁹ Isso porque o bloco de ações detida pela Olimpia não outorgava o poder de eleger a maioria dos administradores de modo permanente. Sua fundamentação baseia-se essencialmente na aplicabilidade da O.P.A. para os casos de alienação do controle majoritário mesmo que o controlador não o exerça. Portanto, mesmo reconhecendo a figura do controlador minoritário – apenas para fins de imputação de responsabilidade – o Diretor entendeu que isso não bastava para a caracterização da alienação de controle.⁵²⁰

⁵¹⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2009/1956, Reg 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado de 15.07.2009.

⁵²⁰ “Assim, nos termos do art. 116, entendo que são três as condições cumulativas para que fique caracterizado o “controlador” de uma companhia o qual, vale dizer, possui deveres mais abrangentes do que aqueles do acionista comum atinentes a uma perspectiva institucional da sociedade que a lei societária consagra (art. 116, parágrafo único):

1. ter, de modo permanente, direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral (letra “a”, 1ª parte);
2. ter o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia (letra “a”, 2ª parte); e
3. usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (letra “b”).

Friso que aqui não estou descartando a figura do acionista controlador “de fato” para efeito de sua responsabilidade nos termos dos arts. 116 e 117 da LSA, lembrando que os acordos de acionistas não eximem o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (art. 115) ou do poder de controle (arts. 116 e 117) nos termos do art.118, § 2º(6).

Cabe reforçar o que já é de todos sabido, tanto o art. 254 da LSA quanto a Resolução CMN nº 401/77 deixaram de vigorar no primeiro semestre de 1.997, em função da edição da Lei nº 9.457/97, enquanto o art. 254-A, com a entrada em vigor da Lei nº 10.303/01, vige a partir março de 2002, tendo a CVM, com fundamento no disposto no § 3º(7) do citado artigo, editado a Instrução CVM nº 361, de 05/03/02, estabelecendo as normas a serem observadas na oferta pública decorrente da alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta, constituindo tais dispositivos as atuais regras do direito pátrio sobre a matéria.

A Instrução CVM nº 361/02, que em seu artigo 29(8), traz as hipóteses de incidência, objeto e preço das ofertas públicas por alienação de controle de companhia aberta e, em seu § 4º(9), entende por “alienação de controle” a alienação de valores mobiliários com direito a voto realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pela qual um terceiro adquire o poder de controle da companhia, remetendo ao art. 116 da Lei nº 6.404/76.

Nesses termos, hipoteticamente, se o alienante é titular de mais da metade das ações com direito a voto da companhia aberta, mas não exerce seu direito de voto, o mesmo não é considerado acionista controlador, para fins do art. 116, uma vez que não preenche o requisito da alínea “b” do art. 116.

No entanto, o adquirente estará obrigado a realizar a OPA a que se refere o art.254-A da lei societária uma vez que estará apto a exercer o controle e, dessa forma, entendo não existir distinção, para efeito da obrigatoriedade da OPA, o fato do alienante, detentor do poder de controle, exercê-lo ou não.

Seguindo essa linha, entendo que o preenchimento do requisito do art. 116, “a”, é necessário e suficiente para que se exija a realização de oferta pública nos termos do art. 254-A da LSA, não sendo necessário, entretanto, que o alienante exerça o poder nos termos do art. 116, “b”, da LSA.

(vii) *Conclusão:* A CVM entendeu que não seria aplicável a O.P.A. no Caso TIM, conforme votos de Maria Helena dos Santos Fernanda de Santana (por entender que não havia controle nos termos da Lei italiana), Otavio Yazbek (por entender não haver controle minoritário no caso) e Eli Loria (por entender que não se aplica o artigo 254-A da L.S.A. para casos de controlador minoritário). Vencidos, pela aplicação da O.P.A., os Diretores Eliseu Martins e Marcos Pinto, que acompanhou o Relator.

(viii) *Posição do Autor*

A conclusão do julgamento nos leva a afirmar que a CVM, em sua maioria, está disposta a avaliar a aplicabilidade do artigo 254-A da L.S.A. aos casos de alienação de controle minoritário. Com exceção do Diretor Eli Loria, todos os demais Diretores acenaram para a possibilidade de exigir a O.P.A. por alienação de controle nessa hipótese. Todavia, no caso em concreto, a Diretora Maria Helena dos Santos Fernanda de Santana entendeu que o controle da Olimpia não estaria caracterizado segundo a legislação italiana, e o Diretor Otavio Yazbek entendeu que o controle não estaria caracterizado segundo a lei brasileira.

Veja-se que, em última instância, todos os Diretores que entenderam pela não aplicabilidade da O.P.A. divergiram quanto ao fundamento, sendo que quatro Diretores admitiram, em princípio, a aplicabilidade da O.P.A. para casos de alienação de controle minoritário. Isso demonstra que a CVM está sim inclinada a reconhecer a incidência do artigo 254-A da L.S.A. nesse caso.

Este Autor alia-se ao posicionamento vencido do Relator Eliseu Martins. Como afirmado nesse trabalho, a noção de alienação das ações do bloco de controle levam em consideração a qualificação do seu titular, isto é, o acionista controlador, na forma como

A contrário senso, se o alienante não possui o poder de controle de forma permanente⁽¹⁰⁾, ainda que seja o "controlador de fato", não pode alienar o que não tem e o adquirente não se obriga a realizar oferta pública de aquisição perante os demais acionistas. Símile, a qualquer um, no caso ao acionista minoritário, não é permitido exigir aquilo a que não tem direito.

Por outro lado, entendo que são três as características da alienação do controle acionário que obrigam a realização de oferta pública nos termos do art. 254-A da lei societária:

- (i) que a titularidade do poder de controle seja conferida a pessoa diversa do anterior detentor do controle;
- (ii) que o poder de controle seja permanente, ou seja, que o lote de ações alienado permita a gestão da companhia pelo adquirente sem a possibilidade de contraposição de outros acionistas; e
- (iii) que a transferência de ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, com ônus e bônus tanto para o alienante quanto para o adquirente.

Note-se que a CVM poderá impor a realização de OPA sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta, nos termos do art. 29, § 5º(11), da Instrução CVM nº 361/02, tratando-se de uma análise feita a cada caso, cabendo ser verificado se a alienação de valores mobiliários, direta ou indireta, resultou na aquisição de um poder permanente sobre as atividades da companhia.

Concluindo, entendo que as atuais regras definindo "alienação de poder de controle" não abrangem a alienação de controle minoritário e, portanto, tal alienação não resulta na necessidade de realização de uma OPA." COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2009/1956, Reg 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado de 15.07.2009.

previsto no artigo 116 da L.S.A. Admitir o contrário seria, a par de não se reconhecer sistematicidade na L.S.A., desconsiderar a noção de bloco de controle como algo diverso de um bloco de ações.

Quanto à caracterização do controle minoritário do caso, igualmente, entende-se que restou bem demonstrada a posição de controlador da Olimpia e da Telco sobre a Telecom Italia, controladora indireta da TIM Participações. A preponderância das deliberações na assembleia geral, demonstrada na tabela acima, demonstra que os requisitos do artigo 116 da L.S.A. estavam presentes. Quanto ao ano de 2007, a par de ter-se verificado apenas uma diferença de 0,06%, a Olimpia foi capaz de eleger a maioria dos administradores na Telecom Italia, isto é, tendo obtido “a maioria dos votos nas deliberações”, pois. O pagamento do prêmio de 40%, embora não seja fator determinante para aplicação da O.P.A., reafirma a importância considerável do bloco adquirido.

Os argumentos do Diretor Eli Loria, reproduzidos na íntegra na nota de rodapé 520, a nosso ver não são capazes de afastar a vinculação entre o artigo 116 ao artigo 254-A, ambos da L.S.A. Isso porque tal entendimento se limitou a abordar a questão sob o ponto de vista do requisito permanência, reconhecimento sem avaliar concretamente se no caso a Olimpia exercia ou não o controle sobre a Telecom Italia. A questão da caracterização do bloco de controle e os motivos pelos quais haveria controle minoritário para a responsabilização do controlador e não para a aplicação do artigo 254-A não foi abordada, tampouco referido que o requisito permanência, conforme posição dominante da própria CVM, não significa a titularidade de mais de 50% dos votos.

2.2.2.3. Alienação de controle minoritário e o Novo Mercado

A alienação de controle também vem prevista no Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa, especialmente nos seus artigos 8.1 e 8.2.⁵²¹, e, no mesmo sentido da Lei

⁵²¹ “8.1 Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.
8.1.1 A oferta pública referida no item 8.1 será exigida, ainda:
(i) quando houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que venha a resultar na Alienação do Controle da Companhia; ou
(ii) em caso de alienação de controle de sociedade que detenha o Poder de Controle da Companhia, sendo que, neste caso o Acionista Controlador Alienante ficará obrigado a declarar à BM&FBovespa o valor atribuído à Companhia nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor.”

Societária, prevê a obrigatoriedade de realização da O.P.A. na alienação de controle. Conduto, como refere MUNHOZ, existem três diferenças em relação ao texto legal, cujas consequências são, a par de maior abrangência, maior custo da operação: (i) a O.P.A. tem como destinatários todos os acionistas da sociedade, e não apenas os titulares de ações de terminadas classe ou espécie; o valor da O.P.A. deve ser idêntico ao pago ao controlador, não sendo admitido o deságio de até 20%; e manifesta expressamente a obrigatoriedade da O.P.A. ao controle minoritário.⁵²²

A nós interessa o aspecto referente ao controle minoritário.

Com efeito, o controle minoritário, bem como sua vinculação ao negócio jurídico de alienação de controle, vem manifestado nas definições dos termos do Regulamento. Isso porque, nos termos dos itens 8.1 e 8.2, referentes à alienação de controle, há menção expressa às definições “Acionista Controlador Alienante”, “Acionista Controlador”, “Ações de Controle”, “Alienação de controle” e “Poder de Controle da Companhia”, sendo que esta última não deixa dúvidas quanto à existência do controle minoritário para o Novo Mercado, já que “Poder de Controle” é o poder utilizado para “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida.”⁵²³ Assim, é justamente a expressa vinculação entre os itens referentes à “Alienação do Controle” e a definição do termo de “Poder

“8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:

(i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e

(ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.”

⁵²² MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 325.

⁵²³ “‘Acionista Controlador’ significa o(s) acionista(s) ou o Grupo de Acionistas que exerça(m) o Poder de Controle da Companhia.

‘Acionista Controlador Alienante’ significa o Acionista Controlador quando este promove a Alienação de Controle da Companhia.

‘Alienação de Controle da Companhia’ significa a transferência a terceiro, a título oneroso, das Ações de Controle.

‘Ações de Controle’ significa o bloco de ações que assegura, de forma direta ou indireta, ao(s) seu(s) titular(es), o exercício individual e/ou compartilhado do Poder de Controle da Companhia.

‘Poder de Controle’ significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.”

de Controle” que reconhece, sem maiores digressões, a necessidade de realização de oferta pública aos casos de alienação do controle minoritário:

A interpretação conjunta dos itens 8.1 e 8.2 leva a aplicar a O.P.A. por alienação de controle aos mesmos fatos que são objeto do art. 254-A da Lei das S.A. Seja pela aplicação do item 8.1, seja do item 8.2, há alienação de controle sempre que há referência onerosa de parte (ou da integralidade – item 8.1) das ações de titularidade do acionista controlador, gerando como resultado o aparecimento de um novo controlador.⁵²⁴

A principal diferença entre os itens 8.1 e 8.2 leva em consideração o objeto de ações adquiridas. Enquanto o item 8.1, ao referir “alienação de controle”, tem por objeto apenas a todas as ações integrantes do bloco de controle, e não a de terceiros, o item 8.2 tem por objeto “qualquer quantidade de ações”, isto é, integrantes ou não do bloco de controle, em qualquer quantidade. Daí porque há no item 8.2 a disposição sobre o pagamento de eventual diferença entre o valor da oferta e o valor adquirido em bolsa de valores nos últimos seis meses.

Tal pequena diferença daria espaço para o questionamento sobre a aplicabilidade do item 8.1 a situações de controle majoritário (por se mencionar a alienação de controle), e o item 8.2 a de controle minoritário (por mencionar a aquisição de qualquer quantidade de ações). Todavia, MUNHOZ é assertivo ao concluir que isso não seria o objetivo do regulamento. A um, porque, como visto, as definições atinentes ao acionista controlador, à alienação de controle e ao poder de controle, todas interligadas no texto do regulamento, não deixam espaço para dúvidas quanto ao controle minoritário em ambas as hipóteses. A dois, porque o item 8.2, ao mencionar “qualquer quantidade de ações”, abarcaria, inclusive, a possibilidade de aquisição de todas as ações do controlador, tornando ambos os itens idênticos. A três, porque a menção do negócio de alienação de controle, no item 8.1, e de aquisição, no item 8.2, embora pudesse concluir que estaríamos diante de alienação de controle e de aquisição originária de controle, não se manifesta no regulamento em vista da definição de “Poder de Controle” e de “Acionista Controlador”, presente em ambos os dispositivos.⁵²⁵

Assim, a alienação do controle minoritário, conforme itens 8.1 ou 8.2, encontra-se regulada e exige, do adquirente, o lançamento de O.P.A. por alienação de controle.

Registra-se que o Regulamento não dispôs especificamente sobre o negócio de aquisição originária, apenas dispondo que “8.6 Normas Complementares. A BM&FBOVESPA poderá

⁵²⁴ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 328.

⁵²⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 325.

editar normas complementares, visando a disciplinar as ofertas públicas para aquisição de ações.” Trata-se de verdadeira oportunidade perdida de se dispor de modo adequado sobre a questão das O.P.A. por aquisição de controle, notadamente aquelas derivadas de atingimento de participação significativa, como dispõe a Diretiva europeia.

2.2.2.4. Alienação do controle compartilhado: as ações vinculadas a acordo de controle

A alienação de ações vinculadas a acordos de controle tem íntima relação à alienação do controle minoritário. Normalmente, a transferência onerosa de ações dentro do grupo de controle representa uma participação minoritária em relação à totalidade de ações ordinárias, pois não são comuns acordos de controle em que um dos acionistas tenha condições de, sozinho, exercer o controle. Assim, partindo da premissa de que normalmente grupos minoritários unem-se por meio de acordos de acionistas a fim consolidar a posição de controle, deve ser investigada essa transferência à luz do artigo 254-A da L.S.A. Em suma, a alienação de vinculadas ao bloco de controle enseja o lançamento de O.P.A. por alienação de controle?

Inicialmente, deve-se destacar que havendo a alienação de todo o bloco de controle exercido por grupo de acionistas, seja ele superior à metade do capital votante (majoritário) ou inferior (minoritário), haverá alienação de controle e deverá incidir a O.P.A., visto que o bloco de controle é alienado completamente tal como se houvesse apenas um controlador. Essa hipótese não integra a problemática da alienação de ações por integrantes de controle compartilhado.

2.2.2.4.1. Alienação de ações dentro do grupo de controle

O entendimento sobre a obrigatoriedade de lançar a O.P.A. por alienação de controle nos casos de alienação de ações dentro do grupo de controle não se mostra uniforme. Ora entendeu-se que a simples transferência de ações dentro do bloco de controle daria azo à aplicação do artigo 254-A da L.S.A., ora entendeu-se que, a par da transferência, deveria ocorrer a modificação de poder de mando dentro do grupo controlador. Embora o parágrafo primeiro do referido artigo refira que deve ser lançada a O.P.A. quando ocorrer a alienação de ações integrantes do bloco de controle ou vinculadas a acordos de controle, o problema torna-se evidente na medida em que é imperativa a ocorrência da alienação do controle.⁵²⁶ Afinal, as

⁵²⁶ “§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em

ações vinculadas a acordo de acionista são apenas o objeto da alienação, e não a transação em si.

A abordagem torna-se mais clara a partir da visualização de um caso concreto. Imaginemos duas companhias: Companhia *Alfa*, cujos acionistas A, B e C detêm, respectivamente, 25%, 10% e 5% das ações ordinárias, enquanto as ações remanescentes encontram-se dispersas no mercado. Companhia *Beta*, cujos acionistas X, Y e Z detêm, respectivamente, 20%, 15% e 10% das ações ordinárias, enquanto as ações remanescentes encontram-se dispersas no mercado. Em ambas as sociedades, os três principais acionistas firmaram um acordo de controle, passando a exercer o controle na forma dos artigos 116 e 118, ambos da L.S.A. As deliberações dentro do bloco são aprovadas por maioria simples.

A primeira corrente doutrinária defende que todos os acionistas integrantes do bloco de controle caracterizam-se como controladores, independentemente de sua posição acionária. Isso porque o controle compartilhado seria exercido de forma conjunta por todos, e não isoladamente por seus integrantes. Nesse caso, não se poderia admitir que uma sociedade seja controlada, concomitantemente, por um grupo de acionistas e por um acionista individualmente considerado. Mesmo que haja um acionista com posição majoritária em relação aos demais, como o acionista A na sociedade *Alfa*, os acionistas B e C também são qualificados como acionistas controladores, inclusive para fins de responsabilidade.⁵²⁷ CARVALHOSA, igualmente, manifesta-se nesse sentido.⁵²⁸ A consequência lógica desse entendimento é que a

ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.” Vide item 2.2.2.1.3.1 acima.

⁵²⁷ Para Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES. “o poder de controle é, nesse caso, de titularidade de um pugilo de acionistas que integram o grupo, mas não dos seus membros isoladamente considerados”. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Notas sobre o Poder de Controle Compartilhado**. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 1, nº 0, p. 103 – 113, nov/dez., 2013. p. 104. A posição de CARVALHOSA exarada em um parecer acompanha esse entendimento: “no caso de controle conjunto ou compartilhado todos os integrantes do grupo controlador são individualmente considerados acionistas controladores.” Igualmente, “quando várias pessoas exercem, em conjunto, o controle, todas são consideradas controladoras e terão idênticas responsabilidade”. BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 315.

⁵²⁸ A posição de CARVALHOSA exarada em um parecer acompanha esse entendimento: “no caso de controle conjunto ou compartilhado todos os integrantes do grupo controlador são individualmente considerados acionistas controladores.” CARVALHOSA, Modesto; PARECER 14 – Acordo de Investimento e Associação. Exercício de Opção de Venda de Ações. Controle Compartilhado. Alienação do Poder de Controle. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 315.

Deve-se ressaltar que o mesmo Autor, por entender não existir controle minoritário, diferencia os acordos de controle dos acordos de voto. Nas situações em que a totalidade de ações integrantes do acordo não ultrapassem 50% das ações ordinárias, estar-se-ia diante de acordo de voto; se superaram a marce de 50% das ações, haveria acordo de controle. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: 2º volume, Arts. 75-137. 5. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 582-583.

transferência de ações dentro do grupo de controle, independente da posição acionária de seus integrantes, não enseja alienação de controle, sendo inaplicável, pois, o artigo 254-A da L.S.A.

Essencialmente, se todos os acionistas são controladores de forma conjunta, a simples realocação de ações dentro do bloco não acarretaria o surgimento de um novo controlador e, por consequência, a alienação do controle. Vale dizer, não há troca de controle se este segue sendo exercido por quem que já outrora o exercia, mas conjuntamente. A variação da posição acionária não se mostra relevante por não descaracterizar a condição de controlador, bem como não é relevante a investigação sobre a vontade dominante dentro do bloco de controle. Assim, no caso da companhia *Beta*, se Y vendesse a Z sua participação, e as ações permanecessem vinculadas ao acordo, Y deixaria de ser controlador e Z continuaria a sê-lo, com maior participação, contudo. Dessa forma, a alienação onerosa, mesmo que com ágio, de ações dentro do bloco de controle não configuraria a alienação de controle para fins do artigo 254-A da L.S.A. em vista da manutenção do controle nas mãos de quem, sozinho ou conjuntamente, já o exercia.⁵²⁹

A segunda corrente, a seu turno, pondera que a alteração do controle não pode ser vista apenas a partir da verificação de quem integra o acordo de controle, mas sim a partir da investigação da alteração da vontade predominante dentro do bloco do controle. Portanto, seria necessária a deflagração da O.P.A. por alienação de controle caso a transferência de ações dentro do acordo de controle modificasse a manifestação do poder de controle pelo bloco. Exemplificando, se, na companhia *Beta*, Z adquirisse a posição de Y, tornando-se o maior acionista dentro do bloco de controle, e começasse a impor uma nova gestão na sociedade, diversa da liderada quando X detinha o maior número de ações vinculadas ao acordo, Z deveria lançar a O.P.A. na forma do artigo 254-A. Diversamente, na companhia Alfa, se A adquirisse a participação de C, aumentando sua participação e mantendo o comando tal como era exercido antes da aquisição, não haveria de se falar em alienação de controle.⁵³⁰

⁵²⁹ “Temos entre nós, como certo e indubitável, que as transferências realizadas entre sócios, no âmbito do grupo controlador, não alteram a titularidade do poder de controle frente à sociedade”, concluindo pela inaplicabilidade do artigo 254 da L.S.A., vigente à época. MOTTA, Nelson Cândido. *Alienação do Poder de Controle Compartilhada. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, nº 89, p. 42-46, jan./mar., 1993. Ainda, CARVALHOSA: “não há alienação de controle para efeitos do presente art. 254-A, uma vez que, da operação, ainda que onerosa, não resultará o surgimento de um novo acionista controlador.”

⁵³⁰ Essa posição é defendida por EIZIRIK, conforme EIZIRIK, Nelson *et al. Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 613-614. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 3º volume, 2011. p. 426-427. E também por MUNHOZ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 299-300. Apenas faz-se menção que Nelson EIZIRIK, em parecer elaborado em 2007, manifestou-se favorável à primeira corrente: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. PARECER 15 – Transferência de participação acionária entre integrantes do grupo controlador de companhia aberta. Inexigibilidade de oferta

A CVM já teve a oportunidade de julgar processos cujo objeto se referia à alienação de ações no controle compartilhado.

No processo RJ 2005/4069 (Caso Pão de Açúcar), uma série de reestruturações societárias, com a criação de uma holding entre Abílio Diniz e o Grupo Casino prevendo acordo de controle sobre o Grupo Pão de Açúcar, verificou-se que Abilio Diniz, então controlador, deixou de ter maioria suficiente para exercer o controle isoladamente dentro do bloco de controle, passando o Grupo Casino a deter a maior parte dos direitos de voto em função da criação da Holding cuja maior participação era do grupo francês. Diante disso, a CVM, aderindo à segunda corrente acima exposta, entendeu que houve alteração de controle em vista das transferências de ações entre integrantes do acordo, porquanto as posições de mando dentro do bloco foram alteradas pelas alterações societárias. Foi determinado o lançamento da O.P.A. por alienação de controle.⁵³¹

No processo RJ 2007/7230 (Caso Copesul), as sociedades Braskem e Ipiranga detinham o controle conjunto mediante acordo de controle da Copesul, com 29,46% das ações ordinárias desta cada uma. Posteriormente, a Braskem adquiriu do Grupo Ipiranga a participação desta na Copesul, consolidando-se na posição de controle isoladamente. A CVM entendeu que houve apenas a consolidação do controle por parte da Braskem, não sendo exigível a O.P.A. por alienação de controle em vista da alteração da participação acionária dentro do grupo de controle.⁵³² Assim, a CVM teria se filiado à primeira corrente neste caso, com a ressalva que

pública prevista no art. 254-A da Lei. N. 6.404/1976. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 317-328.

⁵³¹ “39. Com a implementação de uma parte do Acordo de Associação, o Comprador teve sua participação direta com direito a voto reduzida a 26,12%, mas passou a deter 83,33% do capital social da sociedade holding – o Controlador Direto – titular de 61,19% das ações com direito a voto. Em termos econômicos, o Comprador, após a implementação do Acordo de Associação, passou a deter diretamente 26,12% e, indiretamente, 50,99%. Já PAIC (ou AD) deixou de ser titular direto ou indireto de mais de 50% das ações com direito a voto da Recorrente. Com base nas conclusões que cheguei sobre o conteúdo do §1º, já é possível concluir pela necessidade de realização da oferta pública prevista no art. 254-A, dada a transferência de Valores Mobiliários que, indiretamente (no significado tradicional que mencionei) permitem o exercício do controle, não fossem acordos de vontade que restringem o direito de voto na Recorrente (esses acordos, como disse, são desconsiderados para fins do art. 254-A, quando há a transferência da propriedade acionária).

(...)

43. A venda direta com celebração de acordo de acionistas não parece levar a conclusão divergente, pois haveria a transferência da titularidade de ações, de modo a que o Comprador passasse a ter mais de 50% das ações, com o vendedor deixando de ter mais de 50% das ações. A questão dos direitos de votos seria indiferente para a análise da questão, em razão do que dispõe o §1º do art. 254-A. O único questionamento seria o fato de que o alienante também seria considerado acionista controlador, em razão do que dispõe o caput do art. 116. Nada obstante, como já me manifestei acima, o artigo 254-A dispensa o conceito de acionista controlador conforme estabelecido no art. 116.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2005/4069, Reg 5096/2006, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, Ata da Reunião do Colegiado de 11.04.2006.

⁵³² “Daí decorre, no meu entender, que a venda de participação a uma pessoa já integrante do bloco de controle não implica, em princípio, na obrigatoriedade de realização de oferta pública.

(...)

no caso específico a autarquia entendeu que não houve alteração da vontade dominante dentro do grupo de controle. Isso indica que a segunda corrente poderia ser ponderada no caso específico, dando azo a maior insegurança quanto à posição da CVM em relação a essa matéria.

2.2.2.4.2. Alienação de ações vinculadas a acordo de controle para terceiro não integrante do acordo de controle

A par das possibilidades acima de alienação de ações dentro do próprio grupo de controle, pode ocorrer a alienação por um dos integrantes do acordo de controle para um terceiro, passando este a integrar o bloco ou a ser o novo controlador. Isso porque o artigo 254-A, § 1º, da L.S.A. refere que deve ser lançada a O.P.A. quando ocorrer a alienação “de ações” integrantes do bloco de controle ou vinculadas a acordos de controle.⁵³³ Daí que bastaria a transferência de “parte das ações” vinculadas ao acordo, sendo prescindível a alienação de todas as ações.⁵³⁴

Essa questão foi analisada pela CVM no processo RJ-2011-13706 (Caso Usiminas), tendo a autarquia concluído que não seria necessária a realização de O.P.A. por alienação de controle. Com efeito, integravam o acordo de controle da Usiminas os grupos Nippon (com 27,76% das ações ordinárias da Usiminas), V/C (com 25,97% das ações ordinárias) e a Caixa de Empregados da Usiminas (com 10,13% das ações ordinárias). No final de 2011, o Grupo Ternium adquiriu do Grupo V/C a totalidade de suas ações, passando a integrar o bloco de controle no lugar deste grupo. Portanto, o Grupo V/C, integrante do bloco de controle, alienou a totalidade de suas ações integrantes do bloco de controle ao Grupo Ternium, passando a este a integrar bloco. A CVM entendeu que a simples troca de integrantes de controle, mesmo com

De uma forma geral, ser a participação majoritária ou minoritária no bloco de controle original, por si só, não caracteriza, ou deixa de caracterizar, reforço de controle. Devem ser analisados os termos do Acordo de Acionistas e o efetivo exercício do poder de controle.

Destarte, para que ocorra a alienação do controle, necessário que haja mudança na titularidade do poder de controle, sendo fundamental, portanto, a presença de novo controlador (6). Tal questão ganha ainda mais perspectiva se verificarmos que o próprio fundamento da OPA, a sua razão de ser, está no resguardo do direito dos acionistas não controladores de se retirarem de uma companhia que, uma vez controlada por pessoa diversa da que o fazia antes, já não representa seus interesses.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2007/7230, Reg 5533/2007, Rel. Diretor Eli Loria, Ata da Reunião do Colegiado de 11.07.2007.

⁵³³ “§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.”

⁵³⁴ Nesse sentido, EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 3v., 2011. p. 433. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: 4º volume, tomo II, Arts. 243-300. 5. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 219. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 310.

a venda da participação acionária, não acarreta a alienação de controle da sociedade, pois não houve a formação de um novo controlador. Assim, em princípio, teria a CVM adotado a posição da primeira corrente.⁵³⁵ Importante registrar que restou consignado na decisão da autarquia que a referida operação não resultou na alteração do comando dentro do grupo de controle, visto que a Nippon permaneceu com a maioria das ações vinculadas ao acordo. Assim, não teria havido alteração do grupo majoritário dentro do grupo, critério utilizado para a segunda corrente para verificação da aplicabilidade do artigo 254-A da L.S.A.⁵³⁶

Diante da dubiedade da interpretação da CVM quanto à alienação de ações vinculadas a acordo de controle para terceiro não integrante do bloco, o problema reside não na qualificação do terceiro adquirente (como no caso de alienação de ações dentro do bloco de controle); a questão coloca-se, pois, na qualificação do alienante, porquanto este exerce o controle de modo conjunto.

A ausência de uma posição uniformizada na CVM e a inexistência de uma regra específica dirigida à questão da alienação de controle exercido de modo compartilhado exigem um aprofundamento do tema, tão caro ao controle minoritário. Afinal, na maioria das vezes, o que se verifica é a alienação de parcela das ações integrantes do bloco de controle, aumentando a probabilidade de transferências inferiores a 50% das ações votantes. No item a seguir, ousaremos tentar explicitar a questão conforme a posição pessoal do Autor, em vista da divergência doutrinária.

2.2.2.4.3. Controle compartilhado: a caracterização do acionista controlador

⁵³⁵ “Assim, embora tenhamos verificado que houve a alienação de ações pertencentes a integrantes do bloco de controle de 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.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2007/7230, SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 14/2012. , Ricardo Maia da Silva, Gerência de Registros 1, 02/02/2012.

⁵³⁶ “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.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2007/7230, SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 14/2012, Ricardo Maia da Silva, Gerência de Registros 1, 02/02/2012.

Em vista do nosso comprometimento e honestidade com o leitor, de início se alerta que este item em específico é fruto da posição pessoal do autor, não tendo se encontrado posição na doutrina ou na CVM nesse sentido. Diante de muita reflexão acerca das diversas posições possíveis e argumentáveis, todas válidas, de autores e juristas de incomparável qualidade a deste autor, a fim de contribuir com o debate, somos da seguinte opinião: não há obrigatoriedade de lançamento de O.P.A. por alienação de controle nos casos de alienação de ações integrantes do grupo de controle compartilhado. A única exceção feita é se houver alienação de mais da metade das ações vinculadas ao acordo que, nos termos deste, possa-se verificar uma posição de dominação incontestada por parte deste integrante.

A tentativa de qualificação dos acionistas que exercem o controle compartilhado é ingrata. A aplicabilidade do artigo 254-A da L.S.A. a essa modalidade de controle é ainda mais. A ausência de uma norma clara e específica a esse ponto bem como a abstração de conceitos como de acionista controlador e de alienação de controle favorecem que diversas interpretações a esse respeito sejam defensáveis. Como visto acima, a própria CVM não estabeleceu um critério objetivo das situações envolvendo a alienação de participações vinculadas a acordos de controle.

COMPARATO já enunciava situação semelhante: “dois blocos de poder de voto equivalentes superados por um terceiro, que funcione como desempatador e sem se vincular a nenhum dos antagonistas”. Nesse caso, haveria três possibilidades de interpretação: (i) haveria controle conjunto entre o terceiro e o outro bloco com o qual ele votasse com; (ii) o terceiro seria o controlador único; e (iii) não haveria controle acionário. As críticas que recaem a tais possibilidades são, respectivamente: (i) não haveria exercício permanente de controle; (ii) o terceiro não seria titular único dos votos majoritários; e (iii) o não reconhecimento de controlador permitiriam que grupos exercessem um poder incontestável sem os correspondentes deveres e responsabilidade.⁵³⁷

Embora a existência de um grupo controlador vinculado a acordo de acionistas seja um tanto diversa da apontada por COMPARATO, dada a ausência, em tese, de situação de antagonismo entre dois acionistas, a dificuldade em se identificar o acionista controlador persiste especialmente para fins do artigo 254-A da L.S.A. Se o simples controle minoritário dá margem a questionamentos no que tange à O.P.A. por alienação de controle, imagine-se o caso de participação dentro do grupo de controle, que pode ser inclusive minoritária dentro do próprio grupo.

⁵³⁷ COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 66-67.

Com efeito, a participação minoritária dentro do grupo de controle desempenha função absolutamente diversa daquela de um acionista controlador minoritário que exerce o poder de controle individualmente. Isso porque enquanto a posição do acionista controlador individual é investigada essencialmente a partir dos requisitos previstos no artigo 116 da L.S.A., no controle compartilhado, deve-se investigar a posição de dominação a partir da regulação prevista no acordo de controle ou ainda de práticas sucessivas e convergentes entre determinados acionistas que os levem a serem caracterizados como acionistas controladores.

Por questão de coerência com o defendido no item 2.2.2.2.1.2. acima,⁵³⁸ a aplicabilidade da O.P.A. decorrente de alienação de participações entre integrantes do grupo de controle esbarraria no conceito de controlador previsto artigo 116 da L.S.A., em princípio. Isso porque essa norma considera controlador “[...] a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum [...]”.⁵³⁹ Assim, para a legislação societária, é o grupo que exerce o controle, e não o seu integrante. Como referiu Marcelo Trindade: “a lei fala em um acionista controlador que seria um grupo de pessoas, autorizando uma interpretação de que o controle é exercido pelo grupo, como grupo, e em grupo.”⁵⁴⁰ Em outras palavras, o integrante deste acordo não é controlador nos termos do artigo 116 da L.S.A., visto que em tese, sozinho, não lograria preencher os requisitos presentes na Lei.

A qualificação de acionista controlador integrante de acordo de controle, nos termos do artigo 116 c/c o artigo 254-A, ambos da L.S.A., exige que os integrantes do bloco de controle sejam considerados em conjunto. Cada integrante do acordo, em regra, não é considerado, isoladamente, controlador, visto que lança mão de acordo de controle para consolidar a posição de dominação na sociedade.

LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA são claros ao diferenciar as ações que compõem o bloco de controle quando isoladamente consideradas do bloco de controle propriamente dito. Assim, em um primeiro momento, a análise que recair apenas sobre a participação de um integrante do bloco de controle não se mostra relevante para a disciplina do controle, para a qual interessa apenas o bloco de controle, que, como visto, é um universalidade de fato dependente de todos os integrantes do grupo controlador, e não de apenas um deles: “essa transformação de um agregado de ações com direito de voto em fonte de poder de controle

⁵³⁸ Neste item foi afirmado que o conceito de alienação de controle do artigo 254-A abarca o conceito de acionista controlador previsto no artigo 116, ambos da L.S.A.

⁵³⁹ Grifou-se.

⁵⁴⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2007/7230, Reg 5533/2007, Presidente Marcelo Trindade, Ata da Reunião do Colegiado de 11.07.2007.

demonstra a procedência da proposição de que há ‘todos’, ou ‘conjuntos’, que são mais do que a soma de partes.”⁵⁴¹ ⁵⁴²

Diante disso, a nós parece claro que um integrante do acordo de controle não exerce o poder de controle sozinho, mas sim em comunhão com os demais integrantes, a ponto que a sua alienação não pode vir a caracterizar a alienação de controle para fins do artigo 254-A da L.S.A. Como visto, a alienação do controle derivada, a que se aplica a norma deste artigo, exige que o controle passe da mão de um controlador para outro, o que não acontece nessa circunstância, pelo simples fato de o alienante, sozinho, não ser considerado controlador, nos termos do artigo 116 da L.S.A.

Como o controle é exercido a partir de todas as ações vinculadas ao acordo, a alienação das ações por um integrante do acordo de controle não “resulta” (termo previsto no artigo 254-A, § 1º, da L.S.A.) na alienação de controle, visto que apenas aquelas ações não são capazes de, sozinhas, exercerem o controle na forma do artigo 116 da L.S.A. Como não poderia ser diferente, a vinculação do artigo 116 e 254-A da L.S.A. corrobora essa posição na medida em que a alienação de controle exige que o controle passe de um controlador para outro de modo derivado, ambas as partes (alienante e adquirente) devendo atender às exigências do artigo 116 da L.S.A.

Poder-se-ia argumentar que esse entendimento eximiria os integrantes de responsabilidades. Deve ser ponderado, contudo, que a imputação de responsabilidades recai sobre todo o bloco de controle, e não sobre um integrante somente, especialmente no que se refere a terceiros. Assim, recaindo a responsabilidade sobre os integrantes do bloco em conjunto, todos eles seriam controladores; responsáveis, portanto. Todavia, a alienação das ações de um integrante do bloco é algo diametralmente diverso, pois a questão é limitada ao universo (às ações) de apenas um integrante isolado, e não a todos em conjunto como na responsabilização dos controladores. Nesse sentido é a previsão legal do artigo 118, § 2º, da L.S.A., que impossibilita o acionista de tentar se eximir de sua responsabilidade de controlador em vista do acordo de controle. O texto legal é restrito às hipóteses de responsabilidades, corroborando nossa posição.

Outro ponto que poderia ser levantado contra o ora defendido seria a previsão legal (artigo 254-A, § 1º, da L.S.A.) expressa de que pode ser objeto da alienação de controle apenas parte das ações vinculadas a acordo de acionistas. Assim, se o texto legal prevê na hipótese de

⁵⁴¹ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 701.

⁵⁴² Vide nota 527 acima.

alienação de controle a alienação de parte das ações integrantes do bloco, como que a alienação das ações de apenas um integrante (parte das ações vinculadas ao acordo) não ensejaria a deflagração da O.P.A.?

Tal objeção não se sustenta, pois a obrigatoriedade da O.P.A. por alienação de controle exige, a par da alienação de parte das ações vinculadas ao acordo, que a operação “venha a resultar na alienação de controle”. Assim, poderia a alienação de parte das ações ensejar a alienação de controle, se o controlador vender parte de suas ações ao adquirente, e este ainda adquirir outras ações em bolsa de valores, por exemplo. Todavia, também poderia não resultar na alienação de controle, visto que as ações alienadas não outorgavam ao alienante nem ao adquirente a posição de controle por não serem controladores quando individualmente considerados.

Por fim, ainda poderia ser invocado o texto do artigo 29, § 4º, da Instrução 361/2002 da CVM, em cuja definição de alienação de controle há a menção a “integrante do grupo de controle”, e não apenas a acionista controlador, como referido no texto do artigo 254-A da L.S.A.⁵⁴³ Isso, em uma primeira vista, poderia esvaziar o argumento de que não é controlador isoladamente o integrante do grupo de controle para fins da O.P.A., visto que no conceito de alienação do controle não haveria a exigência de o controle ser alienado por controlador.

Com efeito, esse argumento procede, em tese, por dois motivos: (i) há a desvinculação da pessoa do alienante ao conceito de controlador, visto que se põem em posições contrapostas o acionista controlador e o integrante do grupo de controle e (ii) há a menção ao artigo 116 da L.S.A. em relação ao adquirente do controle, e não pelo alienante. Assim, a Instrução 361/2002 da CVM estaria inovando em relação ao texto previsto na legislação societária.

Temos, contudo, dois argumentos contra tal interpretação, um de ordem formal e outro de ordem material.

Em primeiro lugar, poder-se-ia defender que a CVM extrapolou os limites regulamentares que lhe foram atribuídos ao alterar significado do texto legal, incluindo exigências não previstas pelo legislador. Assim, teria a CVM violado o princípio da legalidade neste ponto, visto ser antijurídico que uma instrução altere o sentido do texto da Lei.⁵⁴⁴ Esse

⁵⁴³ “§4o Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76.” (Grifou-se).

⁵⁴⁴ A respeito dos limites da CVM à regulamentação da L.S.A., tratando de outros tópicos da Instrução 361/2002 frise-se, vide CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: 4º volume, tomo II, Arts. 243-300. 5. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 204 e ss.

argumento é relevante na medida em que a competência da CVM para regulamentação reside a aspectos procedimentais. MUNHOZ, em sentido contrário, entende que a lei delegou à CVM competência mais ampla, em vista do artigo 254-A, § 3º, da L.S.A. Para o Professor da USP, a explicitação de conceitos normativos é competência da CVM, de modo que, muito embora o conceito de controlador esteja previsto na Lei, a CVM estaria estabelecendo critérios para tal definição.⁵⁴⁵

Em segundo lugar, mesmo se admitindo que a definição da Instrução 361/2002 da CVM é válida, nunca se pode perder de vista a noção de alienação de controle derivada, para fins de aplicação do artigo 254-A da L.S.A. Nesse caso, o texto infralegal, a despeito de sua definição mais ampla de “alienação de controle” ao mencionar o termo “integrante do grupo de controle”, não anula a necessidade de verificação da alienação de controle a título derivado. Vale dizer: embora haja inquestionável ênfase ao adquirente, ao limitar o conceito do artigo 116 a quem “adquirir” o poder de controle, não se pode cogitar em alguém adquirir o poder de controle de quem não o detenha, neste caso, o grupo de controle, não seu integrante.

Assim, segundo o artigo 254-A da L.S.A., a alienação de ações vinculadas a acordos de controle (dentro do grupo de controle ou para fora dele) não acarretaria a alienação de controle para fins de O.P.A., visto que o acionista integrante de acordo de acionistas, em princípio, não é considerado controlador nos termos do artigo 116 da L.S.A.

Essa posição seria aplicável, salvo na hipótese abordada no item seguinte, independentemente do número de ações vinculadas ao acordo de acionistas, isto é, se a participação do integrante de controle que aliena suas ações seja majoritária, igualitária⁵⁴⁶ ou minoritária dentro do próprio grupo. Isso porque não estaríamos diante de uma aquisição derivada em vista de o alienante (integrante do grupo de controle), por definição, não ser considerado controlador.

Até aqui o critério de qualificação do controlador mostrou-se capaz de refutar boas objeções para os casos de alienação igualitária ou minoritária em relação às ações vinculadas ao acordo.

⁵⁴⁵ Quanto à competência suplementar da CVM em relação à disciplina de controle, confirma MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 356 e ss.

⁵⁴⁶ Em relação à posição igualitária, vale dizer que a titularidade de 50% das ações vinculadas ao acordo por dois integrantes do grupo de controle constitui-se modalidade de controle totalitário exercido de modo compartilhado, dada a obrigatoriedade de existência de unanimidade. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Alteração do Controle Direto e Indireto de Companhia. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 266.

A dificuldade ora apresentada é tamanha que MUNHOZ, com precisão inigualável, propôs *de lege ferenda* em sua tese de livre-docência pela Universidade de São Paulo que o negócio jurídico de alienação de controle fosse substituído pelo de aquisição de controle, acabando de vez com a verdadeira tormenta que é caracterizar a alienação de controle a partir da noção de aquisição derivada. Assim, o artigo 254-A da L.S.A. seria responsável para os negócios de “aquisição de controle mediante negócios privados”, ao passo que o artigo 257 da L.S.A. (como será visto abaixo) seria aplicável aos negócios de “aquisição mediante oferta pública”. A caracterização do controlador alienante, pois, seria dispensável.⁵⁴⁷

2.2.2.4.4. Aplicabilidade da O.P.A. por alienação de controle compartilhado por integrantes que exercem o controle isoladamente nos termos do acordo de controle

A partir das considerações acima, pode-se concluir que o titular do controle são todos os integrantes do referido bloco de controle conjuntamente. Todavia, a questão deve ser analisada sob outra ótica quando se está diante da posição dominante – e isolada – de um dos integrantes do grupo de controle em relação aos demais.

O poder de controle compartilhado, mesmo que exercido em conjunto, pode ser caracterizado pela posição de dominação de um de seus integrantes que, de forma incontestada e segura, tem condições de exercer tal comando como se controlador individual fosse.

Neste ponto reside a principal divergência em relação à alienação de controle por um único acionista daquela por acionista integrante do grupo de controle: enquanto o controlador individual (ou o grupo de controle como um todo) é caracterizado por meio dos requisitos do artigo 116 da L.S.A., sem que haja obrigatoriedade de maioria absoluta (situação de fato) dos votos, o integrante do grupo de controle com posição dominante exerce o controle a partir de uma situação de direito com requisito de maioria absoluta de deliberações dentro do grupo.⁵⁴⁸ Desse modo, deve-se investigar os termos do acordo de controle para apurar – casuisticamente – a posição de dominação dentro do grupo por um integrante com posição majoritária.

⁵⁴⁷ “Dúvida, porém, não há de existir quanto à necessidade de substituir a alienação pela aquisição de controle. Esse é um ajuste que, acompanhado da definição de uma noção específica de controle, muito bem faria à lei brasileira. Assim, estariam eliminadas muitas discussões estéreis sobre o enquadramento, ou não, de determinadas operações no anacrônico conceito de alienação de controle.” MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 350-353.

⁵⁴⁸ Sobre a maioria nas deliberações em reuniões prévia entre integrantes do grupo de controle “[...] será a deliberação da reunião prévia tomada por maioria absoluta de votos dos presentes, contatos, como referido, pelo número de ações com que cada um dos signatários ingressou na convenção, e obedecido o quórum de instalação pactuado. Trata-se a reunião prévia de um órgão interno, soberano e indispensável à comunhão de controle”. CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 222.

A constituição de acordos de controle tem por finalidade o exercício do poder de controle de modo comum. Para tanto, normalmente se institui o regime do voto em bloco para que nas reuniões de deliberação de cada órgão da sociedade (assembleia geral, conselho de administração e diretoria) todos os controladores votem uniformemente, de acordo com as deliberações tomadas em reunião prévia. Nesta reunião prévia, prevalece o princípio majoritário de deliberação entre os signatários do acordo: “o regime de exercício comum do controle acarreta a vinculação das partes do acordo à vontade majoritariamente expressa pela comunhão dos seus signatários, obtida em reunião prévia.”⁵⁴⁹

Daí porque, embora o artigo 116 da L.S.A. não caracterize eventual integrante do grupo de controle como “acionista controlador” (atribuindo tal posição ao grupo como um todo), eventualmente o acordo de controle pode o fazer, atribuindo quóruns de deliberações nas reuniões prévias ou regras de indicação dos membros do conselho que serão apresentados à assembleia geral.

Ao reduzir a análise ao grupo de controle, as principais causas do controle minoritário, como o absenteísmo ou mecanismos piramidais, não estarão presentes; ao contrário, a relação que rege os integrantes do controle compartilhado é eminentemente contratual e de direito,⁵⁵⁰ com regras e procedimentos claros sobre os direitos e deveres de cada integrante. É, pois, plenamente viável identificar, a partir da disposição do próprio acordo de controle, se determinado acionista tem condições de, sozinho, exercer a posição de dominação dentro do grupo na forma como o artigo 116 da L.S.A. o consideraria controlador. A alteração da vontade dominante dentro do grupo seria o fator essencial para caracterização da alienação de controle nessas hipóteses.

Muito embora seja difícil refutar a tese que o exercício do controle de forma compartilhada se dá por todos os integrantes do grupo de controle em conjunto na maioria das situações, não se pode perder de vista uma das principais especificidades do poder controle: sua manifestação a partir de uma situação eminentemente de fato.⁵⁵¹ Assim, se for identificado que um acionista, no caso concreto, tenha condições de exercer a dominação da sociedade de modo isolado, a despeito de estar vinculado a acordo de controle, pode-se considerá-lo acionista controlador para fins do artigo 254-A da L.S.A. A vinculação entre os artigos 254-A e 116 da L.S.A., novamente, socorre a lacuna legislativa quanto à alienação do controle compartilhado,

⁵⁴⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**: homenagem a Celso Barbi Filho. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 117-118.

⁵⁵⁰ Vide CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**: homenagem a Celso Barbi Filho. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 75 e ss.

⁵⁵¹ Vide item 1.1.3.2.2 acima.

trazendo os requisitos para identificação do acionista controlador, especialmente o do “exercício”, para dentro da regra de oferta pública obrigatória. Todavia, o acordo de acionistas, que se rege em regra pelo princípio majoritário, acaba limitando essa hipótese ao integrante do grupo de controle com mais de 50% das ações vinculadas, no mínimo. Cada acordo de controle poderá estipular regras específicas para deliberações indispensáveis à caracterização do integrante dominante, como as de indicação dos membros do conselho de administração.⁵⁵²

Por esse motivo que alguns diretores da CVM sempre manifestaram a preocupação em avaliar a condição de cada integrante do grupo controlador para verificação da necessidade de deflagração da O.P.A. por alienação de controle. Isso ocorreu tanto no Caso Pão de Açúcar⁵⁵³, em que foi determinada a realização da O.P.A., como nos Casos COPESUL e USIMINAS, em que não se decidiu pela regra do tratamento igualitário. Nestes últimos casos, a CVM entendeu que a posição acionária dos integrantes do grupo de controle não eram suficientes para caracterizar a predominância de um dos membros do acordo sobre os demais.

A CVM, conquanto se tenha manifestado reiteradamente no sentido de que o controle é exercido em conjunto, sempre deixou claro que, caso demonstrada a posição de dominação de um dos integrantes do grupo, a regra do artigo 254-A poderia ser exigida, tal como no caso Pão

⁵⁵² No caso da Usiminas, por exemplo, a indicação dos membros do conselho depende de deliberação conjunta de dois integrantes do acordo de controle (NSC e T/T), sendo, pois, exigida a unanimidade entre tais integrantes para a eleição da maioria do conselho de administração:

“Enquanto o Grupo NSC e o Grupo T/T detiverem ao menos 25% (vinte e cinco por cento) do número total de Ações Vinculadas cada, (a) NSC e o Grupo T/T indicarão, conjuntamente, a maioria dos membros do Conselho de Administração (i.e., não menos do que a metade mais um do número total dos membros do Conselho de Administração a serem eleitos pelos acionistas na Assembleia Geral) e seus respectivos suplentes, e (b) NSC e o Grupo T/T indicarão, individualmente, número igual de membros do Conselho de Administração (e seus respectivos suplentes); desde que NSC e o Grupo T/T indiquem, em qualquer caso, não menos do que 3 (três) membros do Conselho de Administração (e seus respectivos suplentes) cada; e observado, ainda, que os membros do Conselho de Administração que NSC indicará nos termos desta Cláusula 4.6 incluirão (e não serão somados a) o membro que T/T tem o direito de eleger de acordo com o artigo 27 do Estatuto Social.” USIMINAS S.A. **Acordo de Acionistas datado de 16 de janeiro de 2012**. Disponível em http://v4-usiminas.foinvest.com.br/ptb/1225/Acordo%20de%20Acionistas_16.01.12_P%Fablico.pdf. Acesso em 04 de junho de 2015.

Já no Acordo de Acionistas da Cyrella, cujo grupo controlador detém 34,34% das ações ordinárias vinculadas por acordo de acionistas, sendo que apenas o acionista Elie Horn é titular de 24,55% das ações ordinárias da companhia (ou 71,49% das ações vinculadas ao acordo), as deliberações da Reunião prévia são regidas pelo princípio majoritário:

“2.2.1. Na Reunião Prévia, prevalecerá a decisão proferida pelo Acionista cujas ações compuserem o maior número de votos [...]” CYRELA BRAZIL REALTY S/A EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES. **Acordo de Acionistas datado de 05 de junho de 2009**. Disponível em http://cyrela.riglobal.com.br/admin/gestor/arquivos/pt/Acordo_Acionistas_Goldsztein_20090604.pdf. Acesso em 04 de junho de 2015.

⁵⁵³ Vide nota 531 sobre a argumentação do Diretor Pedro Marcílio sobre a posição de dominação dentro do grupo de controle.

de Açúcar.⁵⁵⁴ A nosso ver, contudo, tal avaliação deve-se restringir apenas a casos com movimentações societárias superiores à metade das ações vinculadas.

Em suma, afirma-se, em nossa opinião, que em regra os integrantes do grupo de controle, por si só, não são acionistas controladores, em vista da definição do artigo 116 da L.S.A., de modo que a alienação de suas participações não ensejaria a deflagração da O.P.A. por alienação de controle. Pode, contudo, determinado integrante com posição majoritária – que exerça o controle individualmente em vista de tal maioria – ser considerado controlador, para fins de O.P.A. em vista da regulação interna do acordo de acionistas.

Por fim, como visto nos itens 2.2.2.4.1 e 2.2.2.4.2, a noção de terceiro adquirente assume relevo nas hipóteses de controle compartilhado. Isso porque, caso se entenda que a alienação de controle deve ser feita para terceiro, ora compreendido por alguém não integrante do grupo controlador, de plano estaria descartada a aplicabilidade da O.P.A. por alienação de controle nos casos envolvendo integrantes do grupo de controle. Apenas os casos envolvendo alienações para não integrantes originais do grupo estariam, em princípio, sujeitas à O.P.A. Tal tese seria reforçada pela disposição prevista no artigo 29, § 4º, da Instrução 361/2002 da CVM, em que há menção expressa à alienação a terceiro.⁵⁵⁵

Parte da doutrina entende que a alienação não necessariamente deve ocorrer para um terceiro, pois se ficar verificada a mudança da vontade dominante dentro do grupo de controle a partir de uma ou mais operações de cessões de ações vinculadas ao acordo, estar-se-ia diante de uma hipótese de alienação de controle para fins da OPA.⁵⁵⁶

⁵⁵⁴ Veja voto do Diretor Eli Loria, no Caso da Copesul: “Daí decorre, no meu entender, que a venda de participação a uma pessoa já integrante do bloco de controle não implica, em princípio, na obrigatoriedade de realização de oferta pública.” E do Presidente da CVM Marcelo Trindade no mesmo caso: Mas o fato é que, de lege lata, estou de acordo com a conclusão do voto do Diretor Relator, pela inexistência de alienação de controle, que só pode ser alienado por quem o detenha, o que, em casos de acordo de acionistas, significa o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, como diz o art. 116 da Lei das S.A., e não um membro desse grupo que detenha menos que a maioria das ações com voto, ressalvada a análise do acordo de acionistas, que revele a preponderância do subscritor alienante perante os demais. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2007/7230, Reg 5533/2007, Rel. Diretor Eli Loria, Ata da Reunião do Colegiado de 11.07.2007. (Grifou-se)

Ainda, no caso da Usiminas: “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.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2007/7230, SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 14/2012. , Ricardo Maia da Silva, Gerência de Registros 1, 02/02/2012.

⁵⁵⁵ “§4º Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76.” (Grifou-se).

⁵⁵⁶ Nesse sentido, EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais** - Regime Jurídico. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 613-614. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 299-300.

Em outro sentido, há quem entenda que a alienação para terceiro signifique o surgimento de um novo controlador. Muito embora a lei não tenha lançado mão do termo “terceiro”, a alienação é a modalidade típica de extinção da propriedade por meio da transferência a pessoa diversa da do alienante. Todavia, a extensão de “terceiro” neste ponto deve ir além. A alienação do controle exige a qualificação do terceiro levando em consideração os preceitos do artigo 116 da L.S.A. Vale dizer, não basta o poder de controle ser transferido a um terceiro qualquer, mas sim a um terceiro que se torne um novo controlador por meio da aquisição a título derivado. Afinal, a caracterização da alienação do controle exige que não só transmitam-se as ações, mas sim a posição jurídica que outorga a seu titular o direito de exercer tal poder. Não por outro motivo que CARVALHOSA refere que “a efetividade do controle deve ser visualizada da parte do adquirente, e não do cedente do bloco de ações.”⁵⁵⁷ A utilização da expressão no artigo 254-A, § 1º, da L.S.A., “venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade” corrobora esse entendimento da necessidade de um novo controlador. Já o artigo 29, §4º, da Instrução 361/2002 da CVM, definiu a alienação do controle como “a operação, ou o conjunto de operações (...) pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia (...)”.⁵⁵⁸

A nosso ver, a noção de terceiro incluído na Instrução 361/2002 da CVM não tem o condão de exigir que a alienação do controle se dê apenas para aqueles integrantes fora do grupo de controle original. Isso porque não seria lógico considerar terceiro apenas aqueles não integrantes do grupo de controle quando os próprios membros do acordo não são, por definição legal, considerados acionistas controladores quando analisados individualmente. Terceiro, nessa acepção, seria aquele adquirente que viesse a se tornar controlador não o sendo anteriormente, independentemente de ele integrar ou não o grupo de controle de forma originária. A aquisição derivada de controle presume sua transferência pelo controlador alienante a alguém que não ocupasse tal posição e, em razão dela, passe a ocupar ou, em outras palavras, a um terceiro (ou grupo deles). Claramente terceiro não tem qualquer vinculação à relação aos demais integrantes do grupo controlar, mas sim em relação ao controle individual propriamente dito.⁵⁵⁹

⁵⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. p. 145.

⁵⁵⁸ Nesse sentido, CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: 4º volume, tomo II, Arts. 243-300. 5. ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 220. MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do Poder de Controle Compartilhada. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, nº 89, p. 42-46, jan./mar., 1993. p. 43. WALD, Arlondo. Caracterização Da Alienação De Controle. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: v. 38, out. /2007. p. 197.

⁵⁵⁹ Nesse sentido, vale expor a posição de EIZIRK: “Ressalta-se, no entanto, que devem ser considerados terceiros em relação ao poder de controle não apenas aqueles que não mantinham qualquer relação com os antigos

Diante dessas considerações, é possível concluir que nas hipóteses de alienação de participação majoritária vinculada ao acordo de controle, se houver alteração na vontade dominante, é possível caracterizar-se a hipótese deflagradora da O.P.A. por alienação de controle. Já em casos de alienação de bloco minoritário ou igualitário dentro do bloco, não se mostraria relevante perquirir a vontade dominante dentro do bloco, vez que, a nosso ver, não seria aplicável a O.P.A. por alienação de controle.

2.3. AQUISIÇÃO DO CONTROLE MINORITÁRIO

2.3.1. O.P.A. POR AQUISIÇÃO DE CONTROLE

2.3.1.1. Origem

A O.P.A. por aquisição de controle é a modalidade de O.P.A. mais afeta ao controle minoritário. A origem desse instituto remonta à possibilidade de aquisição de controle sem que haja a necessidade de negociação direta com o controlador original. Daí porque sua principal característica é sua aplicabilidade a companhias sem controlador definido ou com controlador minoritário. Em sociedades com controlador majoritário, a seu turno, a aquiescência deste por meio da alienação das ações de sua titularidade, é fundamental para a realização do negócio, sendo indispensável à alienação do controle.

Os mercados com grande dispersão acionária são os mais propícios à utilização dessa modalidade de O.P.A., especialmente em vista da possibilidade de aquisição de controle sem a participação do então controlador. Não por outro motivo que os mercados americano e britânico sempre foram palco de grandes aquisições de controle por meio de ofertas públicas.

A O.P.A. por aquisição de controle surge, pois, como alternativa à negociação privada do bloco de controle e à escalada em bolsa de valores, dispensando-se assim a concordância da transferência de controle por eventual controlador e os custos advindos da aquisição sucessiva de ações na bolsa.

Como já abordado no item 2.1 acima, tanto o sistema europeu como o americano preveem a utilização de O.P.A. por aquisição – ou mera tentativa – de tomada de controle.

acionistas controladores, mas também aqueles que, apesar de eventualmente integrarem o bloco de controle, na hipótese de controle compartilhado, detinham posição minoritária em tal bloco.”

Para CARVALHOSA e CÂNDIDO MOTTA, terceiro deve ser compreendido como aquele não integrante do acordo de acionistas. Para EIZIRIK e MUNHOZ, deve-se investigar a posição de cada integrante do bloco de controle.

Inicialmente prevista no *Companies Act* de 1929 na Inglaterra, nos EUA a regulação das ofertas públicas se intensificou a partir da década de 1960 em vista da dinamicidade de fusões e aquisições ocorridas neste período. Justamente em vista da sua aplicabilidade a companhias sem controlador ou com pequena concentração acionária, essa modalidade de O.P.A. se mostra adequada para tentativas de tomada hostis de controle, isto é, sem a concordância do controlador ou da administração (no caso de controle gerencial). Segundo OIOLI, foi na década de 1970 que se difundiu sua utilização a partir da tentativa de tomada de controle da ESB (indústria de bateria americana) pela canadense Inco Ltd.⁵⁶⁰

No Brasil, uma das primeiras tentativas de tomada de controle hostil, por meio de O.P.A., foi em 1971, quando a Macrossul (sociedade controlada pela Corpora, que por sua vez pertencia ao grupo Gerdau) lançou edital para aquisição da totalidade de ações do Sulbanco. A oferta, posteriormente, foi revogada em vista da perda de interesse do adquirente porquanto a administração do Sulbanco teria desistido de prosseguir com a fusão com o Brasul, algo que não interessava ao Grupo Gerdau.⁵⁶¹

Mais recentemente, em julho de 2006, o mercado brasileiro se deparou com uma das maiores tentativas de tomada de controle. A Sadia S.A. lançou edital para aquisição da totalidade das ações da Perdigão S.A., desde que obtivesse a aceitação dos acionistas com titularidade superior a 50% das ações com direito a voto. Registre-se que a Perdigão, à época, era controlada por meio do controle compartilhado, com 48,98% das ações ordinárias vinculadas ao acordo de controle. Portanto, o sucesso da O.P.A. dependeria da concordância de alguns dos controladores, na prática. A primeira oferta foi pelo pagamento de R\$27,88 por ação da Perdigão (total de R\$3,7 bilhões). Em 18 de julho de 2006, a oferta foi rejeitada por mais da metade dos acionistas com direito de voto. Em 20 de julho, a Sadia divulgou fato relevante aumentando o valor da oferta para R\$29,00 por ação. A oferta foi novamente rejeitada e a operação não logrou êxito.⁵⁶²

2.3.1.2. Objeto da O.P.A. do artigo 257 da L.S.A. e sua finalidade

⁵⁶⁰ 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. p. 91. Vide ainda COLE, Robert J. Market Place; Are Hostile Bids Helpful? **The New York Times**. New York: 09 de fevereiro de 1983. Disponível em <http://www.nytimes.com/1983/02/09/business/market-place-are-hostile-bids-helpful.html>. Acesso em 16 de maio de 2014.

⁵⁶¹ CARVALHOSA, Modesto. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. p. 115-118.

⁵⁶² MARTINS NETO, Carlos. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e *poison pills*: breves reflexões. **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: nº 5, jul./dez. de 2009. p. 3-75. Vide ainda: Sadia faz oferta de R\$3,7 bilhões pela Perdigão. **Valor Econômico**. São Paulo: 17 de abril de 2006.

A O.P.A. por aquisição de controle está prevista no ordenamento brasileiro no artigo 257 da L.S.A.⁵⁶³ e é caracterizada essencialmente pela oferta de compra de ações não integrantes do bloco de controle capazes de formar um novo bloco de controle, diverso do original se existente.

Enquanto a O.P.A. do artigo 254-A da L.S.A. trata do negócio de “alienação de controle” – “aquisição derivada” –, a O.P.A. do artigo 257 da L.S.A. trata do negócio de “aquisição do controle” – “aquisição originária”:

A oferta pública para aquisição de controle é negócio unilateral mediante o qual o ofertante faz oferta de aquisição de ações (e não de bloco de controle) em número suficiente para formar o bloco de controle; cada acionista que aceita a oferta aliena ações, e não o controle; não há, nessa hipótese, alienação de controle, e sim aquisição originária de controle.⁵⁶⁴

Portanto, trata-se de negócio societário típico que visa à formação de um novo controlador (tal como definido no artigo 116 da L.S.A.), cujo surgimento não depende da transferência do controle por parte do controlador antigo, seja porque este não existe (caso de companhias com controle gerencial ou com acionista que não o exerça) seja porque não alienou sua participação (caso de companhias com controle minoritário).

A caracterização do poder de controle torna-se, pois, necessária tanto para o artigo 254-A quanto para o 257, ambos da L.S.A. Todavia, no negócio jurídico de alienação, a busca pelo conceito de controle parte do acionista alienante e de suas ações integrantes do bloco de controle. Já no negócio de aquisição, a análise do bloco de controle recai sobre as ações do adquirente.⁵⁶⁵

Diferentemente da O.P.A. por alienação de controle (cujo objeto são as ações integrantes do bloco de controle), na O.P.A. por aquisição de controle o seu objeto são as ações que

⁵⁶³ “Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

§ 1º Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 2º A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável.

§ 3º Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle.”

⁵⁶⁴ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 758.

⁵⁶⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 316.

permitirão, a seu titular, a formação do bloco de controle. Daí porque a definição de acionista controlador relaciona-se também a esta modalidade de O.P.A., como referido na Instrução 361/2002, em seu artigo 32, III: “a OPA [do art. 257] deverá ter por objeto, pelo menos, uma quantidade de ações capazes de, somadas às do ofertante, de pessoas a ele vinculadas, e que com ele atuem em conjunto, assegurar o controle de companhia aberta.”⁵⁶⁶ Ainda, o artigo 32-B, § 4º, da Instrução 361/2002 da CVM, que versa sobre a O.P.A. parcial:

“uma oferta será considerada bem sucedida se receber aceitações incondicionais para uma quantidade de ações capazes de, somadas às ações do ofertante, de pessoas a ele vinculadas, e que com ele atuem em conjunto, assegurar o controle da companhia.”

A principal finalidade das O.P.A. por aquisição de controle é a proteção ao mercado a ofertas inidôneas e o amplo acesso e divulgação de informações relevantes aos investidores para a formação de seu convencimento, permitindo que todos os acionistas da companhia tenham tratamento e oportunidade equitativos de participar da oferta. Como refere MUNHOZ: “o tratamento igualitário e a decisão refletida e independente [...] são portanto, os valores fundamentais em torno dos quais se estrutura a disciplina da O.P.A. por aquisição de controle”.⁵⁶⁷ A obrigatoriedade de participação de instituição financeira como garantidora da operação permite aos acionistas a certeza quanto ao cumprimento da oferta, inibindo atitudes aventureiras ou especulativas de participantes do mercado. Ainda, a indefinição do destinatário da oferta exige a publicação da intenção de aquisição ao público, com a observância dos princípios da igualdade de divulgação de informações aos destinatários da oferta.⁵⁶⁸

A O.P.A. do artigo 257 ainda pode ter como objetivo a consolidação do poder de controle, permitindo que um controlador minoritário, por exemplo, torne-se majoritário ou que este obtenha titularidade para fechar o capital da companhia.

2.3.1.3.O.P.A. voluntária

A O.P.A. do artigo 257 da L.S.A. é habitualmente denominada de O.P.A. voluntária. Inicialmente, deve-se destacar que em princípio o “caráter voluntário” da O.P.A. decorre de

⁵⁶⁶ Grifou-se.

⁵⁶⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 316.

⁵⁶⁸ 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. p. 107 e ss. CARVALHOSA, Modesto. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. p. 65-137. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e Aquisição de Controle. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: n°59, p.56-67, jul./set.,1985.

essa modalidade de aquisição de controle constituir-se em alternativa à negociação privada do bloco de controle (que deflagraria a O.P.A. por alienação de controle se verificados seus requisitos) e à escalada em bolsa de valores. Não há obrigatoriedade de lançamento de O.P.A. como no caso do artigo 254-A da L.S.A. em razão da verificação do negócio de alienação de controle. Vale dizer, sua realização deriva da vontade do ofertante, e não são impostas pela L.S.A.⁵⁶⁹

Todavia, MUNHOZ⁵⁷⁰ observa com acuidade que tal caráter voluntário não é tão voluntário assim. Em primeiro lugar, se o adquirente desejar recorrer ao universo indeterminado de acionistas (esforços públicos), as regras da O.P.A. deverão ser seguidas obrigatoriamente, tal como mencionado no artigo 2º, § 4º, da Instrução 361/2002 da CVM.⁵⁷¹ Em segundo lugar, o princípio da não surpresa, previsto no artigo 12 da Instrução 358/2002, exige que aquele que “adquirir “5% ou mais de espécie ou classe de ações representativa de capital da sociedade deve comunicar à companhia e esta à CVM, uma série de informações”, inclusive o objetivo de aquisição do controle. Assim, há clara intenção de inibir a escalada de ações em bolsa, “incentivando” a adoção do procedimento da O.P.A. do artigo 257 da L.S.A. Por esse motivo que o mesmo autor refere:

Daí ser importante compreender o exato sentido do caráter voluntário da O.P.A. para aquisição de controle. A afirmação de que se trata de uma O.P.A. voluntária, por vezes, obscurece o reconhecimento de sua vital importância para a regulação do controle acionário, constituindo forma típica de aquisição de controle de companhia com capital pulverizado.⁵⁷²

2.3.2. AQUISIÇÃO DO CONTROLE MINORITÁRIO: OS BENEFÍCIOS EM RELAÇÃO AO ARTIGO 254-A DA L.S.A.

O endereçamento da transferência do controle minoritário passa pela coordenação entre as O.P.A. de aquisição e de alienação de controle. Como visto no item 2.2.2 acima, a caracterização da alienação do controle minoritário é possível, mas depende de uma série de hipóteses a fim de poder ser a transferência caracterizada como aquisição derivada de controle, ensejando a aplicação da O.P.A. do artigo 254-A da L.S.A. Outrossim, a aquisição originária

⁵⁶⁹ EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais** - Regime Jurídico. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 622.

⁵⁷⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 318-319.

⁵⁷¹ “§ 4º Para os efeitos do parágrafo anterior, considera-se pública a oferta quando forem realizados esforços de aquisição ou utilizado qualquer meio de publicidade, inclusive correspondência ou anúncios eletrônicos.”

⁵⁷² MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 319.

de um controle minoritário também se mostra possível, visto que bastaria a aquisição das ações suficientes para o adquirente formar um novo bloco de controle nos termos do artigo 116 da L.S.A., que prescinde a existência de bloco majoritário para a caracterização de acionista controlador.

A O.P.A. por aquisição de controle se torna possível especialmente em sociedades sem controlador definido, mas também em sociedades com controlador minoritário, principalmente naquelas com pequena participação.

Vide exemplo da ROSSI RESIDENCIAL S.A., em que os controladores declarados pela companhia, detêm aproximadamente 15,12% das ações ordinárias, ao passo que a Orbis Investment Management Limited detém 13,261400% das ações ordinárias, GIC Brazil Private Limited (ex Reco Aster) detém 6,536000%, Merrill Lynch International detém 6,187500% e Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda detém 11,384700%.⁵⁷³ Vê-se que bastaria um desses grandes investidores lançasse O.P.A. para aquisição de controle e seria plenamente possível a obtenção de uma posição significativa dentro da sociedade a ponto de alterar o poder de controle. Evidentemente, alguns dos outros acionistas teriam de apoiar tal iniciativa a fim de conceder a estabilidade do poder controle, visto que aproximadamente 46% das ações ordinárias da ROSSI encontram-se difundidas no público. Todavia, a aquisição do controle mostrar-se-ia plenamente possível, inclusive com a formação de um novo bloco de controle minoritário.⁵⁷⁴

Assim, sociedades com controle minoritário podem ser alvo de ofertas de aquisição, visto que as demais ações não integrantes do bloco de controle seriam suficientes para um novo controlador ser caracterizado, inclusive com participação minoritária.

Não se pode perder de vista que o regime das O.P.A. dos artigos 254-A e 257, ambos da L.S.A., é excludente um do outro, de forma que ou se estará diante de um negócio de aquisição ou de alienação de controle. Considerando que a alienação de controle é possível em sociedades com controlador majoritário ou minoritário, e a aquisição de controle em sociedades sem controlador ou com controlador minoritário, qual o modelo mostra-se mais adequado justamente ao modelo de controle suscetível a ambas as O.P.A.?

⁵⁷³ Informações extraídas do site da companhia, na seção de Relacionamento com Investidores. ROSSI RESIDENCIAL AS. **Formulário de Referência Formulário de Referência – 2015**. Disponível em http://ri.rossiresidencial.com.br/rossi2011/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=38523. Acesso em 15 de maio de 2015.

⁵⁷⁴ Aproveitando o exemplo do caso, caso os outros acionistas com participação relevante não integrantes do bloco de controle desejem, eles poderiam formar um novo grupo de controle, independentemente do lançamento de qualquer O.P.A., visto que não estaríamos diante nem do negócio de alienação ou de aquisição de controle.

Concordamos com MUNHOZ no sentido de preferência do regime do artigo 257 ao do artigo 254-A, ambos da L.S.A., ao controle minoritário. Isso porque no sistema de alienação de controle, os não controladores não detêm a prerrogativa de aprovar ou não o negócio, sendo a O.P.A. mera decorrência da alienação mediante negócios privados (daí a nomenclatura *a posteriori*) sem qualquer ingerência dos demais acionistas na troca de controle. A estes, caberia apenas o direito de recesso (com recebimento de parcela do prêmio) ou a permanência na sociedade. Já no sistema de “aquisição”, os acionistas não controladores têm a possibilidade de aprovar ou não a formação de um novo bloco controlador, o que lhes outorga maiores vantagens em comparação ao regime do artigo 254-A da L.S.A.⁵⁷⁵

Não fosse isso, a O.P.A. por alienação de controle possui uma característica muito prejudicial se comparada à por aquisição de controle: o fator de distorção causado pela pressão para vender (*pressure to tender*). Com efeito, a falta de coordenação entre os diversos acionistas com capital disperso no mercado restringe o poder de barganha desses acionistas. Assim, muitas vezes temerosos em continuar na companhia com novo controlador, não sendo raros os casos de queda de preço das ações no período pós-aquisição ou a diminuição de liquidez, os não controladores se sentem compelidos em aceitar a oferta, mesmo lhes sendo desvantajosa a oferta.⁵⁷⁶ Portanto, sendo essa distorção elemento presente em companhias sem controlador majoritário, torna-se preferível que os não controladores tenham a prerrogativa de recusar a aquisição do controle, algo inviável em caso de alienação de controle.

Deve-se ressaltar, todavia, que o controle minoritário, por constituir-se de meio termo entre companhias sem controlador definido (onde só se aplicará a regra do artigo 257 da L.S.A.) e com controlador majoritário (onde só se aplicará o artigo 254-A da L.S.A.), fatores como o nível de dispersão e de absenteísmo são determinantes para verificação do grau de distorção da pressão para vender. Isto é, a pressão para vender estará vinculada à capacidade de os acionistas coordenarem suas ações, de modo que não se pode afirmar que a adoção da O.P.A. por aquisição do controle irá solucionar tal distorção, pois não se ignora a dificuldade de acionistas não controladores evitarem a formação de um novo bloco de controle.

Portanto, a O.P.A. do artigo 257 da L.S.A. é aplicável a companhias com controlador minoritário, pois permite que o interessado do controle, em tese, tenha meios de adquirir um

⁵⁷⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 319.

⁵⁷⁶ Para maior aprofundamento do fator de distorção causado pela pressão para vender, vide BEBCHUK, Lucian A. The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy. **Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)**. Wilmington: v. 12. 1987. p. 911-949. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **A Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 225.

bloco de controle independentemente da participação do controlador, seja adquirindo mais da metade das ações votantes ou superando a participação do controlador originário.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A dissociação do controle da propriedade não é algo novo, tampouco é antigo. A estrutura de capital das sociedades varia no tempo e no espaço segundo as mais variadas causas e motivações. As mais diversas questões econômicas, políticas, sociais e culturais influenciam diretamente a forma como a estrutura de poder das companhias manifestou-se no passado, manifesta-se no presente e manifestar-se-á no futuro. Não por outro motivo que o fenômeno do poder de controle sempre atraiu estudiosos das mais diversas áreas, não só pelas dúvidas que ele suscita mas também pelas consequências que dele irradiam.

O controle minoritário vem assumindo uma posição de destaque na estrutura de capital das companhias brasileiras, especialmente naquelas listadas no Novo Mercado. O artigo 116 da L.S.A. acertadamente não estipulou uma participação mínima para fins de qualificação de acionista controlador, devendo-se investigar caso a caso se determinado acionista encontra-se na posição de acionista controlador. Neste aspecto, concluiu-se que a modalidade de controle minoritário está previsto na legislação societária, a despeito do requisito de que a prevalência nas deliberações da assembleia geral deve ser de modo permanente. A permanência, neste caso, é vista a partir de uma situação estável decorrente do exercício do poder de controle.

A titularidade do controle por uma minoria torna-se possível a partir de fenômenos sociais e jurídicos que influenciam diretamente a capacidade de uma minoria organizar-se, preenchendo os requisitos legais para sua qualificação como controlador, e de uma maioria dispersar-se. São determinantes à formação e à estabilidade do controle minoritário não só o desinteresse de parcela dos acionistas pelos negócios sociais, mas também os movimentos de venda e de compra entre posições acionistas contrapostas, influenciados pelos mais diversos aspectos, especialmente os de ordem econômica. Noutro sentido, mecanismos jurídicos dos mais variados, como a inclusão de cláusulas estatutárias disfarçadas como protetoras da dispersão acionária, mas que são utilizadas especialmente para reforço de controle (*poison pills* brasileiras), bem como a extensiva utilização de acordo de acionistas para fins de concentração de controle, são essenciais para a que essa modalidade de controle venha chamando a atenção e merecendo análise mais específica.

Neste ponto é que surge a questão do artigo 254-A da L.S.A. e o controle minoritário. A partir da investigação das teorias sobre a transferência de controle, concluiu-se que o artigo 254-A da L.S.A. tem por objetivo regular as aquisições de controle derivadas, ao passo que o artigo 257 da L.S.A. as aquisições originárias. Neste aspecto, o artigo 254-A da L.S.A. expressamente reconhece como objeto da alienação de controle as ações integrantes do bloco

de controle, demonstrando que o conceito de acionista controlador previsto no artigo 116 da L.S.A. é integrante do regime jurídico de alienação de controle. Isso porque as ações integrantes do bloco de controle são considerados, por toda a doutrina, como uma universalidade de fato diversa das demais ações. E sua caracterização dá-se, fundamentalmente, a partir de seu titular, isto é, o acionista controlador: “o bloco de controle é uma universalidade de fato – apenas é considerado coisa coletiva em razão da identidade da pessoa (ou grupo de pessoas) titular das ações que o compõem.”⁵⁷⁷ Dessa forma, sendo o titular das ações o elemento qualificador das ações integrantes do bloco de controle, objeto da O.P.A. por alienação de controle, não se vislumbra alternativa senão o reconhecimento do conceito do artigo 116 da L.S.A. como elemento caracterizador da alienação de controle prevista no artigo 254-A da L.S.A. Tendo, pois, aquele artigo reconhecido a noção de controle minoritário, conclui-se pela aplicabilidade do artigo 254-A da L.S.A. às hipóteses de alienação do controle minoritário, sem que isso invalide – em absoluto – a tese de que o artigo 116 da L.S.A. tem por objetivo precípuo a imputação de responsabilidade.

As dificuldades que isso pode apresentar, como a excessiva onerosidade ao adquirente do controle por uma situação não absolutamente definida devem ser endereçadas a partir de mecanismos próprios, e não por meio de negação do sentido da lei. Em sentido inverso, a aplicabilidade da O.P.A. a situações do controle minoritário pode vir acompanhada de benefícios de ordem econômica, como a expectativa de redução dos altos prêmios de controle praticados no mercado brasileiro, contribuindo para a eficiência do mercado de controle de um modo geral e outorgando proteção aos acionistas não controladores.

A despeito das conclusões acima, o que se espera ter alcançado é a promoção da discussão sobre o assunto do controle minoritário, especialmente o de sua transferência, em vista das inquestionáveis deficiências desse regime jurídico no âmbito da legislação brasileira. Não temos dúvidas que, *de lege ferenda*, (i) a adoção de um regime de O.P.A. por atingimento de participação significativa, em vista das especificidades estruturais e jurídicas do mercado brasileiro, e (ii) a substituição da sempre problemática caracterização do negócio jurídico de “alienação de controle” pela de “aquisição de controle” devem ser, a curto prazo, vistas como real alternativa à situação hoje posta. As salutares modificações das normas de governança corporativa da BM&FBovespa, com seus expressivos resultados, e, mais recentemente, a iniciativa do Comitê de Fusões e Aquisições caminham nesse sentido. Quanto a este último, refere-se que a restrição em seu Código às denominadas *poison pills*, limitações às técnicas

⁵⁷⁷ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**: Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 700.

defensivas e a O.P.A. por atingimento por participação relevante são exemplos nítidos de que a questão da alienação do controle minoritário está na ordem do dia do mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de Minoria em Direito Societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

AGANIN, Alexander; VOLPIN, Paolo. The History of Corporate Ownership in Italy. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 325-365.

AGGARWAL, Reena; DAHIYA, Sandeep. Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges. **Journal of Applied Corporate Finance: A Morgan Stanley Publication**. Rochester: v. 18, 3ª Ed., p. 96-106, verão/2006.

ALMEIDA, Heitor; WOLFENZON, Daniel. **A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups**. Cambridge: National Bureau of Economic Research Working Paper nº 11368. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w11368>. Acesso em 29 de junho de 2014.

ANDREWS, William D. The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares. **Harvard Law Review**. Cambridge: v. 78, nº 3, p. 505-563, jan./1965.

ARMOUR, Joh. Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment. **ECGI - Law Working Paper**. Brussels: nº 106/2008, abr./2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1133542>. Acesso em 24 de julho de 2014.

ARMOUR, John; SKEEL, David A. Who writes the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of US and UK takeover regulation. **Georgetown Law Journal**. Washington: v. 95, p. 1727-1794, 2007.

ASCARELLI, Tullio. **Iniciación al estudio del derecho mercantil**. Tradução: Evelio Verdera y Tuelis. Barcelona: Bosch Casa Editorial, 1964.

ASCARELLI, Tullio. **Panorama do direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2007.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945.

ASCARELLI, Tullio. **Problemi giuridici**. v. 2. Milano: Giuffrè, 1959.

ASCARELLI, Tullio. **Saggi di diritto commercial**. Milano : Giuffrè, 1955.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS - AMBIMA. **Boletim de Fusões e Aquisições 2012**. Ano VIII , Nº 18, Ano de 2012, p. 1. Disponível em http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Document%20s/Boletim%20Fusoes%20e%20Aquisi%C3%A7oes_ano2012.pdf. Acesso em 20 de novembro de 2013.

ÁVILA, Humberto Bergmann. **Segurança jurídica**: entre permanência, mudança e realização no direito tributário. 2ª Ed. Porto Alegre: Malheiros, 2012.

ÁVILA, Humberto. **Teoria dos Princípios**: da definição à aplicação dos princípios jurídicos. 10ª Ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2009

BAINBRIDGE, Stephen M. **Corporate law**. 2ª Ed. New York: Foundation Press: Thomson Reuters, 2009.

BAKER, H. Kent. **Dividends and Dividend Policy**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Privatização no Brasil: 1990-1994 e 1995-2002, última atualização em 26 de agosto de 2002. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/pnd/Priv_Gov.PDF. Acesso em 07 de setembro de 2014.

BARBI FILHO, Celso. **Acordo de Acionistas**. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

BARCA, Fabrizio. BECHT, Marco (Ed.). **The Control of Corporate Europe**. London: Oxford University Press, 2003.

BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010

BARRY, Jordan M.; HATFIELD, John William. Pills and Partisans: Understanding Takeover Defenses. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**. Palo Alto: n° 407, fev./2011. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1767683>. Acesso em 02 de setembro de 2014.

BARUSCH, Ronald. At Facebook, Governance = Zuckerberg. **The Wall Street Journal**. New York: 01 de fevereiro de 2012. Disponível em <http://blogs.wsj.com/deals/2012/02/01/at-facebook-governance-zuckerberg/>. Acesso em 04 de maio de 2014.

BAYNE, David Cowan. The Sale-of-Control Premium: The Definition. **Minnesota Law Review**. Minneapolis: n° 53, p. 485-518, 1968/1969.

BEBCHUK, Lucian A. The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy. **Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)**. Wilmington: v. 12, p. 911-949, 1987.

BEBCHUK, Lucian A.; COATES, IV, John C.; SUBRAMANIAN, Guhan, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy. **Stanford Law Review**. Palo Alto: v 54, p. 887-951, 2002. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=304388>. Acesso em 25 de maio de 2014.

BEBCHUK, Lucian Arye. Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control. **The Quarterly Journal of Economics**. Cambridge: v. 109, n° 4, p. 957-993, nov./1994.. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w4788>. Acesso em 25 de maio de 2013.

BEBCHUK, Lucian Arye. Why firms adopt antitakeover arrangements. **University of Pennsylvania Law Review**. Philadelphia: v. 152, p. 713-753, .2003. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=404200>. Acesso em 16 de julho de 2013.

BECHT, Marco; DeLONG, J. Bradford. Why has there been so little block holding in America?. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 613-666.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 2006.

BÍBLIA. Português. **Bíblia sagrada**. Tradução de Ivo Storniolo e de Euclides Martins Balancin. Edição Pastoral. São Paulo: Paulus Editora, 1990.

BLACK, Bernard S. Shareholder Passivity Reexamined. Ann Arbor: **Michigan Law Review**: v. 89, p. 520-608, 1990.

BLACK, Bernard S., Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice. **University of California Los Angeles Law Review**. Los Angeles: v. 39, p. 811-893, 1992. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1132082>. Acesso em 17 de janeiro de 2015.

BM&F S.A. **Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BM&F S.A.** São Paulo, 28 de novembro de 2007. Disponível em <http://www.itaubba.com.br/arquivos/portugues/pdf/prospectos/Oferta%20P%C3%BAblica%20Inicial%20de%20A%C3%A7%C3%B5es%20da%20BM&F%20S.A.%20-%20Prospecto%20Definitivo.pdf>. Acesso em 15 de setembro de 2014.

BM&FBOVESPA S.A. Carteira **Teórica do Ibovespa válida para 05/05/14**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraTeorica.aspx?Indice=Ibovespa&idoma=pt-br>. Acesso em 04 de maio de 2014.

BM&FBOVESPA S.A. **Metodologia do Índice Bovespa. Fevereiro de 2014**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/IBOV-Metodologia-pt-br.pdf>. Acesso em 04 de maio de 2014.

BM&FBOVESPA S.A. **Regulamento do Nível 1**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-1.pdf>. Acesso em 06 de maio de 2014.

BM&FBOVESPA S.A. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>. Acesso em 06 de maio de 2014.

BM&FBOVESPA S.A. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>. Acesso em 06 de maio de 2014.

BM&FBOVESPA S.A. **Resultados do Terceiro Trimestre de 2013**. Disponível em http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1909/BVMF_3T13EarningsReleasePTB_FINAL.pdf. Acesso em 06 de maio de 2014.

BM&FBOVESPA. **Ofertas Públicas e IPOs**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/ofertas-publicas/ofertas-publicas.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 17 de setembro de 2014.

BM&FBOVESPA. Participação dos Investidores (acumulado). Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/renda-variavel/BuscarParticipacaoInvestimento.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em 17 de janeiro de 2015.

BM&FBOVESPA. **Regulamento do Nível 2**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-2.pdf>. Acesso em 06 de maio de 2014.

BOBBIO, Norberto. **Stato, governo, società**: Per una teoria generale della politica. Torino: Giulio Einaudi editore, 1985.

BOBBIO, Norberto. **Teoria do Ordenamento Jurídico**. Tradução: Maria Celeste C. J. Santos. 10ª Ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1999.

BÖCKLI, Peter *et al.* Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive. **University of Cambridge Faculty of Law Research Paper**. Cambridge: nº 5, p. 1-14, jan./2014. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2362192>. Acesso em 26 de julho de 2014.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

BOVESPA HOLDING S.A. **Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Bovespa Holding S.A.** São Paulo, 24 de outubro de 2007. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/Bovespa-Prospecto-19112007.pdf>. Acesso em 15 de setembro de 2014.

BOVESPA HOLDING S.A.; BM&F S.A. **Bovespa Holding e BM&F definem sua integração**. São Paulo: 18 de abril de 2008. Disponível em <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/889/Pressrelease20080326.pdf>. Acesso em 15 de setembro de 2014.

BOVESPA HOLDING S.A.; BM&F S.A. **Fato Relevante**. São Paulo, 25 de março de 2008. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/647/015FatoRelevante20080325.pdf>. Acesso em 15 de setembro de 2014.

BRICKLEY, James A.; JARRELL, Gregg A.; NETTER, Jeffrey M. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. **Journal of Economic Perspectives**. Pittsburgh: v. 2, nº 1, p. 49-68, 1988.. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/1942739>. Acesso em 06 de junho de 2013.

BROGAARD, Jonathan A. **High Frequency Trading and Its Impact on Market Quality**. JD Kellogg School of Management and Ph.D Northwestern University School of Law, 2010. Disponível em: http://www.futuresindustry.org/ptg/downloads/HFT_Trading.pdf. Acesso em 04 de janeiro de 2015.

BROGAARD, Jonathan et al. **High Frequency Trading and Price Discovery**, abr./2013. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1928510. Acesso em 04 de janeiro de 2015.

BROWN, Derek. 1945-51: Labour and the creation of the welfare state. **The Guardian**. London: 14 de março de 2001. Disponível em <http://www.theguardian.com/politics/2001/mar/14/past.education>. Acesso em 05 de junho de 2014.

BRUNER, Robert. F.; CARR, Sean D. **The Panic of 1907**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2007.

BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

BUSINESS: THOSE GUNS FOR HIRE. **Time Magazine**. New York: 29 de janeiro de 1979. Disponível em <http://content.time.com/time/magazine/article/0,9171,912315,00.html>. Acesso em 31 de agosto de 2014.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e Aquisição de Controle. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: nº59, p.56-67, jul./set.,1985.

CARNEGUY, Hugh. France claims victory in forcing GE to revise its Alstom energy bid. **Financial Times**. Paris: 22 de junho de 2014. Disponível em <http://www.ft.com/cms/s/0/4fae5558-fa15-11e3-a328-00144feab7de.html>. Acesso em 16 de julho de 2014.

CARNELUTTI, Francesco. **Teoria Geral do Direito**. Tradução: A. Rodrigues Queiró e Artur Anselmo de Castro. Rio de Janeiro: Âmbito Cultural, 2006.

CARVALHO, Ney. A paixão que vem do berço. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 22-26.

CARVALHOSA, Modesto. **A Nova Lei das Sociedades Anônimas**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1977.

CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**: homenagem a Celso Barbi Filho. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos. **Direito Societário**: Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 30-45.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 4, t. I, Arts. 206 a 242. 5ª Ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 4, t. II, Arts. 243-300. 5ª Ed., rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

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

CARVALHOSA, Modesto. O desaparecimento do Controlador nas Companhias com Ações Dispersas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 516-521.

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

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 11-15.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. PARECER 15 – Transferência de participação acionária entre integrantes do grupo controlador de companhia aberta. Inexigibilidade de oferta pública prevista no art. 254-A da Lei. N. 6.404/1976. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 317-328.

CARVALHOSA, Modesto; PARECER 14 – Acordo de Investimento e Associação. Exercício de Opção de Venda de Ações. Controle Compartilhado. Alienação do Poder de Controle. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 305-327.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. **Controle Gerencial**. V. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coords.). **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

Celesc desfaz mudança de estatuto. **Valor Econômico**, São Paulo, 29 de março de 2012.

CHABOUD, A *et al.* Rise of the machines: Algorithmic trading in the foreign exchange market. **Journal of Finance**. Malden, v. 69, n° 5, p 2045-2084, set./2014.. Disponível em <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.12186/abstract>. Acesso em 04 de janeiro de 2015.

CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Sirey, 1962.

CHANCE, Don M. A Brief History of Derivatives. In: CHANCE, Don M. **Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy**. 2° Ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2008. p. 7-15.

CHANDLER., Alfred Dupont. **The Visible Hand: the managerial revolution in American Business**. 5ª Ed. Cambridge: Harvard University Press, 1999.

CHEFFINS, Brian R. **Corporate Ownership and Control**: British business transformed. Oxford: Oxford University Press, 2010.

CHEFFINS, Brian R.; BANK, Steven A. Is Berle and Means Really a Myth? **ECGI - Law Working Paper**. Brussels: n° 121/2009, mar./2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1352605>. Acesso em 03 de junho de 2014.

CHEFFINS, Brian. Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom. **University of Cambridge Working Paper**. Cambridge: n° 172, p. 17-38, set./2000. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=245560>. Acesso em 13 de outubro de 2014.

CIOFFI, John W. Restructuring "Germany Inc.": The Politics of Company and Takeover Law Reform in Germany and the European Union. **Law & Policy**. Oxford: v. 24, Issue 4, out./2002. p. 355–402.

COFFEE, John C. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. **Yale Law Journal**. New Haven: v. 111, 1ª Ed., p. 1-83, out./2001. Disponível em <http://www.yalelawjournal.org/images/pdfs/455.pdf>. Acesso em 16 de julho de 2013.

COLE, Robert J. Market Place; Are Hostile Bids Helpful? **The New York Times**. New York: 09 de fevereiro de 1983. Disponível em [mhttp://www.nytimes.com/1983/02/09/business/market-place-are-hostile-bids-helpful.html](http://www.nytimes.com/1983/02/09/business/market-place-are-hostile-bids-helpful.html). Acesso em 16 de maio de 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **CVM coloca em audiência pública minuta de instrução que regulamenta a participação e votação a distância de acionistas em assembleias gerais de companhias abertas**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/CVM-audiencia-publica-minuta-instrucao-regulamenta-participacao-e-votacao-a-distancia-acionistas-em-assembleias-gerais-companhias-abertas.htm>. Acesso em 12 de janeiro de 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 324, de 19 de janeiro de 2000**. Rio de Janeiro.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação nº 36/2009**. Rio de Janeiro: 23 de junho de 2009. Disponível em http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=P&File=\pare\pare036.doc. Acesso em 23 de novembro de 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2006-7658, Gerente de Registros Flavia Mouta Fernandes, em 9/4/2007. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5464-0.pdf>. Acesso em 28 de abril de 2015

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2009/1956, Reg 6360/2009, Rel. Diretor Eliseu Martins, Ata da Reunião do Colegiado de 15.07.2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ 2011/9443 , Reg. Col. n.º 7.836/2011, Rel. Diretor Otavio Yazbek, Ata da Reunião do Colegiado nº 40 de 08/11/2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2002/0567, Reg. Col. nº 3725/02, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, Ata da Reunião do Colegiado nº 40 de 10.10.2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2005/4069, Reg. 4788/2005, Rel. Diretor Pedro Marcílio, Ata da Reunião do Colegiado nº 14 de 11.04.2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2007/7230, Reg 5533/2007, Rel. Diretor Eli Loria, Ata da Reunião do Colegiado de 11.07.2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2007/7230, SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 14/2012. , Ricardo Maia da Silva, Gerência de Registros 1, 02/02/2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2007-11086, Reg. Col. nº 5633/2007, Rel. Diretor Marcos Barbosa Pinto, Ata da Reunião do Colegiado nº 17 de 06.05.2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo RJ-2008/4156, Reg. 6054/20008, Rel. Diretor Sergio Weguelin, Ata da Reunião do Colegiado de 17.06.2008.

COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

COOTER, Robert. ULEN, Thomas. **Law and economics**. 5ª Ed. Boston: Pearson, 2008. p.

COX, James D. HAZEN, Thomas Lee. **On corporations**. 2ª Ed. New York: Aspen Publishers, 2003.

CREMERS, Martijn; ROMANO, Roberta, Institutional Investors and Proxy Voting: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Regulation (August 23, 2007). **Yale ICF Working Paper nº 07-10**. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=982493>. Acesso em 15 de janeiro de 2015.

CYRELA BRAZIL REALTY S/A EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES. **Acordo de Acionistas datado de 05 de junho de 2009**. Disponível em http://cyrela.riglobal.com.br/admin/gestor/arquivos/pt/Acordo_Acionistas_Goldsztein_20090604.pdf. Acesso em 04 de junho de 2015.

DAVID, Renè. **O direito inglês**. São Paulo: Martins Fontes, 2006.

DAVIES, Paul; HOPT, Klaus. Control Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach**. 2ª Ed. New York : Oxford University Press, 2009, p. 225-274.

DOOLEY, Michael P. A Retrospective on the Debt Crisis. **National Bureau of Economic Research Working Paper**. Cambridge: nº 4963, dez./1694. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w4963>. Acesso em 06 de setembro de 2014.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

EICHENGREEN, Barry. **Globalizing Capital**: a history of the international monetary system. 2ª Ed. Princeton: Princeton University Press, 2008.

EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais** - Regime Jurídico. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson Laks. Propriedade e Controle na Companhia Aberta. In: EIZIRIK, Nelson Laks. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

EIZIRIK, Nelson. Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 177-190.

EIZIRIK, Nelson. HENRIQUE, Marcus de Freitas. VIEIRA, Julioana Botini Hargreaves. O Comitê de Aquisições e Fusões: versão brasileira do Takeover Panel. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 884-912.

EIZIRIK, Nelson. O mito do controle gerencial – alguns dados empíricos. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: v. 66, p. 103-106, 1987.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. comentada**. São Paulo: Quartier Latin, v. 3. 2011.

EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

EURONEXT. Règles des Indices CAC. Versão 14-01, aplicável a partir de 1º de abril de 2014. Disponível em https://indices.euronext.com/sites/indices.nyx.com/files/cac_family_rules_version_14-01fr_apr_2014.pdf. Acesso em 15 de julho de 2014.

FACCIO, Mara; LANG, Larry H.P.; YOUNG, Leslie, Dividends and Expropriation. **American Economic Review**. Pittsburg: v. 96, nº 1, p. 54-78, mar./2006.

FAIRFAX, Lisa M. **Shareholder Democracy**: a primer on shareholder activism and participation. Durham: Carolina Academic Press, 2011.

FERRARINI, Guido et al. (Eds.). **Reforming Company and Takeover Law in Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2004. P. 21-49.

FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. **Introdução aos Estudo do Direito: Técnica, Decisão e Dominação**. 4ª Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2003.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo Dicionário da Língua Portuguesa**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Ed. Nova Fronteira.

FIGUEIREDO, Antônio Carlos. **Introdução aos derivativos**. 2. Ed. São Paulo: Thomsom: Cengage Learning, 2005.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Direito societário: gestão e controle**. São Paulo: Saraiva, 2008.

FLECKNER, Andreas M. Stock Exchanges at the Crossroads. **Harvard Law School: John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows' Discussion Paper**: Cambridge nº 6, out./2005. Disponível em:
http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/fellows_papers/pdf/Fleckner_6.pdf .
 Acesso em 29 de julho de 2014.

FLECKNER, Andreas M.; HOPT, Klaus J. Stock Exchange Law: Concept, History, Challenges. **Virginia Law & Business Review**. Charlottesville: v. 7, nº 3, p. 514-559, jun./2013. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2068574>. Acesso em 29 de julho de 2014.

FOHLIN, Caroline. The History of Corporate Ownership and Control in Germany. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 223-277.

Forte procura faz Bovespa elevar estimativa de preços de ações de sua emissão. **Valor online**. São Paulo, 23 de outubro de 2014. Disponível em:
<http://www.valor.com.br/arquivo/559711/forte-procura-faz-bovespa-elevar-estimativa-de-precos-de-acoes-de-sua-emissao>. Acesso em 14 de setembro de 2014.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Alteração do Controle Direto e Indireto de Companhia. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. 264-274.

FRANKS, Julian; MAYER, Colin; ROSSI, Stefano. Spending Less Time with the Family: the Decline of Family Ownership in the United Kingdom. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 581-612.

GALBRAITH, John Kennet. **A Shorth History of Financial Euphoria**. New York: Penguin Books, 1994.

GARRIGUES, Joaquim. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Tradução: Norberto Caruso Mac-Donald. Porto Alegre: Sergio Fabris Editora, 1982.

GELMAN, Mariana; GORGA, Érica. **A evolução da vinculação de conselheiros a acordo de acionistas no Brasil (2007 a 2012)**. Direito GV Working Paper, 2012.

GILLAN, S. L., STARKS, L. T. **A survey on shareholder activism: motivation and empirical evidence**. Contemporary Finance Digest, v. 2, nº 3, outono. p. 10-34. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=663523>. Acesso em 18 de janeiro de 2015.

GILLAN, Stuart; STARKS, Laura. The Evolution of Shareholder Activism in the United States. **Journal of Applied Corporate Finance**: a Morgan Stanley Publication. Malden: v. 19, nº 1, p. 55-73, winter/2007. Disponível em

<http://www2.mcombs.utexas.edu/faculty/laura.starks/gillanstarksjacf.pdf>. Acesso em 07 de maio de 2014.

GILSON, Ronald J. GORDON, Jeffrey N. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. **Columbia Law and Economics Working Paper**. New York: n° 281, ago./2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=784744>. Acesso em 05 de maio de 2014. p.

GILSON, Ronald J. GORDON, Jeffrey N. The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights. **Columbia Law Review**. New York: mar./2013. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2206391>. Acesso em 14 de junho de 2014.

GILSON, Ronald J. Lipton and Rowe's Apologia for Delaware: A Short Reply. **Columbia Law School Working Paper**. New York: n° 197, dez./2001. Disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=299412>. Acesso em 02 de setembro de 2014.

GILSON, Ronald J. Unocal Fifteen Years Later (And What We Can Do About It). **The Delaware Journal of Corporate Law**. Dover: v. 26, n° 2, nov./2001. p. 491-513. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=333041>. Acesso em 02 de setembro de 2014.

GILSON, Ronald J., HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper**. Palo Alto: n° 390, mar./2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1541226> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541226>. Acesso em 09 de setembro de 2014.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights. **Columbia Law Review**. New York: v. 113, n° 863, mar./2013. p. 863-927. Disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2206391>. Acesso em 06 de maio de 2014.

GOERGEN, Marc. RENNEBOOG, Luc. Strong Managers and Passive Institutional Investor in the UK. In: BARCA, Fabrizio. BECHT, Marco (Ed.). **The Control of Corporate Europe**. London: Oxford University Press, 2003. p. 259-284.

GONÇALES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**. 2ª Ed. Reformulada da obra Lições de Direito Societário II – Sociedade Anônima. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010.

GORGA, Érica. Análise da eficiência das normas societárias: emissão de preferenciais e *tag along*. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 518-536.

GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**. Chicago: v. 29, 2ª Ed., 2009. p. 439-554. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1689103>. Acesso em 16 de julho de 2013.

GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

GOUREVITCH, Peter Alexis; SHIN, James. **Political Power & Corporate Control: the new global politics of corporate governance**. New Jersey: Princeton University Press, 2005.

GREENE, Edward F; JUNEWICZ, James J. A reappraisal of current regulation of mergers and acquisitions. **University of Pennsylvania Law Review**. Philadelphia: v. 132, nº 4, p. 647-739, abr./1984. Disponível em <http://heinonline.org>. Acesso em 1º de setembro de 2014.

GROSSMANN, Sanford J.; HART, Oliver D. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. **The Bell Journal of Economics**. New York: v. 11, nº 1, p. 42-64, Spring/1980. Disponível em <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3003400?uid=2&uid=4&sid=21102183670173>. Acesso em 16 de julho de 2013.

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: WALD, Arnaldo (org.). **Direito Empresarial: Sociedades Anônimas**. v. 3. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, Ano XXIII, nº 53, jan.-mar./1984, p. 72-80.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedades Anônima: dos Sistemas e Modelos ao Pragmatismo. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 19-28.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, nº 77, jan.-mar./1999, p. 52.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. v. 2. São Paulo: Jose Bushatsky, 1979.

HANSEN, Jesper Lau. The Directive on Takeover Bids: Unwanted Harmonisation of Corporate Governance. **Nordic & European Company Law Working Paper**. Copenhagen: nº 10-18, jun./2011. p. 29-48. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1869891>. Acesso em 20 de julho de 2014.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law. **Yale Law School Law and Economics Working Paper**. New Heaven: nº 235, jan./2000. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=204528>. Acesso em 09 de setembro de 2014.

HERTIG, Gerard; McCAHERY, Joseph A. Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition? **European Corporate Governance Institute – Law Working Paper**. Bruxelas: nº 12, ago./2003. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=43842>. Acesso em 08 de junho de 2013.

HERTIG, Gerard; McCAHERY, Joseph A. Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition? **European Corporate**

Governance Institute – Law Working Paper. Bruxelas: n° 12, ago./2003. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=438421>. Acesso em 08 de junho de 2013.

HERTIG, Gérard; McCALHERY, Joseph A. An Agenda for Reform: Company and Takeover Law in Europe. FERRARINI, Guido et al. (Eds.). **Reforming Company and Takeover Law in Europe.** Oxford: Oxford University Press, 2004. P. 21-49.

HOLDERNESS, Clifford G. The Myth of Diffuse Ownership in the United States. **The Review of Financial Studies.** Cary: v. 22, n° 4, abr./2009. p. 1377-1408. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1365685>. Acesso em 04 de maio de 2014.

HORI, Caio Buonvento. **Reestruturação das Bolsas de Valores:** Desmutualização e outras mudanças. 2010. 116 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=11552. Acesso em 14 de setembro de 2014.

HULL, John C. **Options, futures and other derivatives.** 7ª Ed. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2007.

IHERING, Rudolf Von. **El Fin en el Derecho.** Buenos Aires: Editorial Atalaya, 1946.

JAEGER, Pier Giusto. **Appunti di diritto commerciale.** 3ª Ed. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1994.

JAEGER, Pier Giusto. **L'interesse sociale.** Milano: Giuffrè, 1972.

JBS S.A. **Estatuto Social.** Disponível em <http://www2.jbs.com.br/ri/>. Acesso em 23 de novembro de 2014.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics.** Rochester: v. 3, n° 4, p. 305- 360, out./1976. Disponível em <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>. Acesso em 16 de julho de 2013.

KANDIR, Antonio. Lei das S.A., uma conquista a comemorar. **Folha de São Paulo.** São Paulo: 21 de setembro de 2001. Disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniaofz2109200110.htm>. Acesso em 08 de setembro de 2014.

KINDLEBERGER, Charles P.; ALIBER, Robert. **Manias, Panics, and Crashes:** a history of financial crises. 5ª Ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2003.

KOHLI, Rasmeet. Exchange Consolidations: Experiences and Issues. **ICRA Bulletin: Money & Finance.** Gurgaon: abr./2012, p. 49-74. Disponível em <http://web.b.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=32510935-53ad-42cb-9a20-0c71d90b3d01%40sessionmgr198&vid=11&hid=123>. Acesso em 14 de setembro de 2014.

KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law:** a comparative and functional approach. 2ª Ed. New York : Oxford University Press, 2009.

KRAAKMAN, Reinier *et al.* What is corporate law. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach.** 2ª Ed. New York : Oxford University Press, 2009, p. 1-35.

KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa.** São Paulo: Saraiva, 2012.

LA PORTA et al. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. **National Bureau of Economic Research Working Paper.** Cambridge: nº 6594, jun./1998. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=226317>. Acesso em 15 de novembro de 2014.

LA PORTA, Rafael *et al.* Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance.** Malden: v. LIV, nº 2, abr./1999. p. 471-517.

LA PORTA, Rafael *et al.* Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics.** Rochester: v. 58, nº 1-2, 2008. p. 3-27. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=183908>. Acesso em 16 de julho de 2013.

LA PORTA, Rafael *et al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy.** Chicago: Chicago University Press, v. 106, nº 6, p. 1113-1155, 1998..

LAMY FILHO, Alfredo. Altas doses de trabalho e paixão. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 78-81.

LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.:** Pressupostos, Elaboração, Aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

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

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Acordo de comando e poder compartilhado. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres.** São Paulo: Singular, 2004. V. 2. p. 1309-1310

LEHMANN, Otto Cyrillo. Otto Cyrillo Lehmann: Pelas viúvas e os aposentados. **Capital Aberto.** São Paulo: julho de 2006. Disponível em <http://www.capitalaberto.com.br/edicoes/otto-cyrillo-lehmann-pelas-viuvras-e-os-aposentados/>. Acesso em 08 de setembro de 2014.

LIPPMANN, Walter. **The Good Society.** George Allen And Unwin Ltd. Ed., 1944.

LIPTON, Martin. Takeover Bids in the Target's Boardroom. **Business Lawyer,** v. 35, p. 101-134, 1979. Disponível em <http://heinonline.org/HOL/Print?collection=journals&handle=hein.journals/busl35&id=137>. Acesso em 02 de setembro de 2014.

LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills, Polls, and Professors: A Reply to Professor Gilson. **The Delaware Journal of Corporate Law.** Dover: v. 27, nº 1, p. 1-55, 2002. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=398060>. Acesso em 02 de setembro de 2014.

- LOJAS RENNER S.A. **Estatuto Social**. Disponível em <http://www.lojasrenner.com.br/investidores>. Acesso em 23 de novembro de 2011.
- LORENZEN, Marcelo Boff. **Hostile Takeover Defenses in Brazil and the United States: a Comparative Analysis**. LL.M Harvard Law School, 2014.
- LUCCA, Newton De; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. A oferta pública de aquisição. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.). **Direito societário: gestão e controle**. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 24-77.
- LYNCH, Timothy E. Derivatives: A Twenty-First Century Understanding. **Loyola University Chicago Law Journal**. Chicago: v. 43, 2011. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1785634>. Acesso em 22 de novembro de 2014.
- MACEY, Jonathan R. Italian Corporate Governance: One American's Perspective. **Columbia Business Law Review**. New York: v. 1998, nº 1, 1998. Disponível em http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2434&context=fss_papers. Acesso em 24 de junho de 2014.
- MACEY, Jonathan R.; McCHESNEY, Fred S. A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail. (1985). **The Yale Law Journal**. New Haven: v. 95, nº 1, p. 13-61, nov./1985. Disponível em http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1768. Acesso em 25 de maio de 2013.
- MAGALHÃES, Heloisa. Antes da queda, um século de negócios e luxo. **Valor Econômico**. São Paulo, 06 de novembro de 2013.
- MANNE, Henry G. Mergers and the Market for Corporate Control. **The Journal of Political Economy**. Chicago: v. 73, nº 2., p. 110-120, abr./1965.
- MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas Companhia listadas no Novo Mercado**. 2014. 188 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.
- MARTINS NETO, Carlos. Dispersão acionária, tomada hostil de controle e *poison pills*: breves reflexões. **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: nº 5, jul./dez. de 2009. p. 3-75.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Recriando o mercado. In: BARCELLOS, Marta. **Histórias do mercado de capitais no Brasil**: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 168.
- MCCRUM, Dan *et al.* Buffett and Brazil tycoon make Heinz offer. **Financial Times**. New York: 14 de fevereiro de 2013. Disponível em <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4ae28b1e-76a6-11e2-ac91-00144feabdc0.html#axzz2pRSutzLn>. Acesso em 04 de janeiro 2014.
- MICHIE, Ronald. C. **The London Stock Exchange: a History**. Oxford: Oxford University Press, 1999.
- MICKLETHWAIT, John; WOOLDRIDGE, Adrian. **The Company**. New York: Modern Library, 2003.

MILLARD, Peter. Petrobras Raises \$70 Billion in World's Largest Share Sale. **Bloomberg**, New York, 24 de setembro de 2010. <http://www.bloomberg.com/news/2010-09-24/petrobras-raises-70-billion-in-world-s-largest-share-sale-to-fund-fields.html>. Acesso em 14 de setembro de 2014.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**: Parte geral, t. I, Mundo jurídico e Existência dos fatos jurídicos. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**: Parte geral, t. XXXVIII, Direito das obrigações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984.

MONGA, Anish. Using Derivatives to Manipulate the Market for Corporate Control: 12 **Stanford Journal of Law, Business & Finance**. Palo Alto: v. 12, nº 1, p. 186-219, fall/2006.

MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World**: Family Business Groups to Professional Managers. Chicago: The University Chicago Press, 2007.

MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do Poder de Controle Compartilhada. **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, nº 89, p. 42-46, jan./mar., 1993.

MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle as Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 217-262.

MÜLLER, Sergio José Dulac. **Direitos essenciais dos acionistas**: interpretação sistemática da proteção aos minoritários. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003.

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

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferências de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferências de Controle nos sistemas de Controle Concentrado e de capital Disperso: Eficiências e Ineficiências. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 298-315.

MUNHOZ, Eduardo Secchi; PENTEADO, Mauro Rodrigues (Coord.). **Mercado de Capitais Brasileiro**: Doutrina, Cases & Material. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

MURPHY, Antoin E. Corporate Ownership in France: The Importance of History. In: MORCK, Randall K (Ed.). **A History of Corporate Governance around the World**: Family Business Groups to Professional Managers. Chicago: The University Chicago Press, 2007. p. 185-219.

MUSACCHIO, Aldo. **Experiments in Financial Democracy Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882–1950**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; MELO, Vitor de Britto Lobão. 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: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. P. 574-588.

NAIK, Gautam; RAGHAVAN, Anita. Vodafone, Mannesmann Set Takeover At \$180.95 Billion After Long Struggle. **The Wall Street Journal**. New York: 04 de fev. de 2000. Disponível em <http://online.wsj.com/article/SB949581016407171705.html>. Acesso em 05 de junho de 2013.

NARDI, Eugenio De; TONELLO, Matteo. Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests. **The European Series**. Bruxelas: n° 9, jul./2010. Disponível em <https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=DN-009-10.pdf&type=subsite>. Acesso em 23 de novembro de 2014.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

NATURA S.A. **Estatuto Social**. Disponível em <http://www.natura.net/br/investidor.html>. Acesso em 23 de novembro de 2011.

NENOVA, Tatiana. Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil. **EFMA 2002 London Meetings**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=294064>. Acesso em 05 de junho de 2013.

O'SULLIVAN, Mary. **Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany**. Oxford: Oxford University Press, 2000.

OIOLI, Erik Frederico. A obrigatoriedade do *tag along* na aquisição de controle diluído. In ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 322.

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

PAPADOPOULOS, Thomas. The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC. **International and Comparative Corporate Law Journal**. Cambridge: v. 6, n° 3, p. 525-533, 2008. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1114649>. Acesso em 05 de junho de 2013.

PARGENDLER, Mariana. Cinco mitos sobre a história das sociedades anônimas no Brasil. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 865-883.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário**: lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013.

PARGENDLER, Mariana. State Ownership and Corporate Governance. **Fordham Law Review**. New York: v nº 80, nº 6, maio/2012. p. 2917-2973. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1854452> Acesso em 08 de setembro de 2014.

PARGENDLER, Mariana. The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption. **Yale Law Journal**. New Heaven: v. 123, nº 8, p. 948-1013, jan./2014. Disponível em: http://www.yalelawjournal.org/pdf/Hansmann-Pargendler_bcqzytpn.pdf. Acesso em 03 de setembro de 2014.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Duas leis e muita inovação. In: BARCELLOS, Marta. Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 27-31.

PERASSI, Tomaso. **Introduzione alle scienze giuridiche**. Padova: CEDAM, 1953.

PHILIPS, Matthew. How the Robots Lost: High-Frequency Trading's Rise and Fall. **Bloomberg Business Week Technology**. New York, 06 de junho de 2013. Disponível em: <http://www.businessweek.com/articles/2013-06-06/how-the-robots-lost-high-frequency-tradings-rise-and-fall>. Acesso em 05 de janeiro de 2015.

Piñera vende fatia da LAN. **Valor Econômico**. São Paulo: 19 de fevereiro de 2010.

PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio. Os Antecedentes Macroeconômicos e a Estrutura Institucional da Privatização no Brasil. In: BNDE. **A Privatização no Brasil: O Caso dos Serviços de Utilidade Pública**. fev./2000. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro/eco90_05.pdf. Acesso em 07 de setembro de 2014.

PINHEIRO, Vinícius. Bolsa controlará operações de alta frequência. **Valor online**. São Paulo, 08 de novembro de 2012. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/2895982/bolsa-controlara-operacoes-de-alta-frequencia>. Acesso em 05 de janeiro de 2015.

PINTO, Marcos Barbosa. YAZBEK, Otavio. **Memorando elaborado para a o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários Ref.: Poison Pills**. Rio de Janeiro: 14 de abril de 2008. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>. Acesso em 23 de novembro de 2011.

PONTES, Evandro Fernandes de. Pedido Público de Procuração (Notas sobre a Representação em Assembleias Gerais de Companhias no Brasil). In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 327-355.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S. A.: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PRADO, Roberta Nioc. Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA

AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 376-410.

REALE, Miguel. **Teoria do Direito e do Estado**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2000.

RIBEIRO, Ivo *et al.* Disputa pelo conselho da Usiminas faz ação disparar. **Valor Econômico**, São Paulo, 03 de fevereiro de 2014.

RIBEIRO, Ivo *et al.* Marcelo Gasparino é eleito presidente do conselho da Usiminas. **Valor Econômico**, São Paulo, 07 de abril de 2015.

ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. **Stanford Law Review**. Palo Alto: v. 53, p. 539-606, 2000. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=165143>. Acesso em 02 de novembro de 2014.

ROE, Mark J. **Strong Managers Weak Owners: the political roots of American corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 1994. p.

ROMANO, Roberta. The State Competition Debate in Corporate Law. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of Corporate Law**. 2ª Ed. San Francisco: Lexis Nexis, 2011. p. 117-123.

ROMANO, Roberta. **Foundations of Corporate Law**. 2ª Ed. San Francisco: Lexis Nexis, 2011.

ROSSI RESIDENCIAL AS. **Formulário de Referência Formulário de Referência – 2015**. Disponível em http://ri.rossiresidencial.com.br/rossi2011/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=38523. Acesso em 15 de maio de 2015.

Sadia faz oferta de R\$3,7 bilhões pela Perdigão. **Valor Econômico**. São Paulo: 17 de abril de 2006.

SALAMA, Bruno Meyehof; PRADO, Viviane Muller. Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence. **Journal of Civil Law Studies**. Baton Rouge : v. 4, 1ª Ed., p. 147-185, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **A sociedade unipessoal**. São Paulo: Malheiros Editores, 1995.

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

SAMUELSON, Robert J. The Private Equity Boom. **The Washington Post**. Washington, 15 de março de 2007. Disponível em <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2007/03/14/AR2007031402177.html>. Acesso em 04 de maio de 2014.

SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; GUIMARÃES, Juliana Paiva. Mercado de Valores Mobiliários: Evolução Recente e Tendências. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: v. 41, p.56, jul./2008.

SANTANA, Maria Helena. O Novo Mercado. In: **Focus 5: Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Focus5.pdf>. Acesso em 08 de setembro de 2014.

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION. **Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010**. Washington, 30 de setembro de 2010. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>. Acesso em 04 de janeiro de 2015.

SHAREHOLDER activism: Dial L for locust. Vodafone comes under pressure from activist shareholders. Who's next? **The Economist**. London: 14 de julho de 2007. Disponível em <http://www.economist.com/node/9340027>. Acesso em 22 de junho de 2014.

SIQUEIRA, Tagore Villarim de. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**. Brasília: nº 10, dez./1998. Disponível em <http://www.radiosvizzeraclassica.ch/live/aacp.m3u>. Acesso em 17 de setembro de 2014.

SMELSER, N. The Comparative Strategies of Emile Durkheim and Max Weber: Between Positive and Interpretative Social Sciences. In: SMELSER, Neil. **Comparative Methods in the Social Sciences**. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 1976.

SORKI, Andrew Ross. Nothing Ventured, Everything Gained. **New York Times**, New York, 2 de dezembro de 2004. Disponível em http://www.nytimes.com/2004/12/02/business/02place.html?pagewanted=print&position=&_r=0. Acesso em 23 de novembro de 2014.

SOUSA, Marcos Andrey de. O direito de saída conjunta (*tag along*) e os preferencialistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coords.). **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 273-302.

SOUZA JUNIOR, Cezar Saldanha. **O Tribunal Constitucional como Poder: uma nova teoria da divisão dos poderes**. São Paulo: Memória Jurídica, 2002. p. 15.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. Sociedade Unipessoal como Solução Organizativa da Empresa. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 491-509.

SRINIVASAN, S.; PALANDE, Pravin. Battle of the Bourses. **Forbes India**, 12 de maio de 2010. Disponível em <http://forbesindia.com/printcontent/12942?id=12942>. Acesso em 14 de setembro de 2014.

STATE OF DELAWARE. Court of Chancery of Delaware. Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc. 16 A.3d 48 (2011).

STATE OF DELAWARE. Supreme Court of Delaware. Cheff v. Mathes. 199 A.2d 548 (1964).

STATE OF DELAWARE. Supreme Court of Delaware. Omnicare v. NCS Healthcare. 818 A.2d 914 (2003).

STATE OF DELAWARE. Supreme Court of Delaware. Paramount Communications, Inc. v. Time Inc. 571 A.2d 1140 (1989).

STATE OF DELAWARE. Supreme Court of Delaware. Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d 946 (1985)

STIGLER, George J. Free Riders and Collective Action: An Appendix to Theories of Economic Regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**. New York: v. 5, n° 2, outono/1974. p. 359-365. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/3003114>. Acesso em 22 de novembro de 2014.

STOTHARD, Michael. France to oppose GE's \$13.5bn Alstom deal. **Financial Times**. Paris: 6 de maio de 2014. Disponível em <http://www.ft.com/cms/s/0/c7529ff2-d4ad-11e3-8f77-00144feabdc0.html>. Acesso em 16 de julho de 2014.

STOUT, Lynn A. The mythical Benefits of Shareholder Control. In: ROMANO, Roberta. **Foundations of Corporate Law**. 2ª Ed. San Francisco: Lexis Nexis, 2011. p. 356-359.

SUBRAMANIAN, Guhan. Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses. **Yale Law Journal**. New Haven: v. 113, n° 3, dez./2003. p. 621-686. Disponível em <http://www.yalelawjournal.org/essay/bargaining-in-the-shadow-of-takeover-defenses>. Acesso em 02 de setembro de 2014.

SUNSTEIN, Cass R. **Behavioral Law & Economics**. Cambridge: Cambridge Press University, 2000.

TEALL, John L. **Governance and the market for corporate control**. New York: Routledge, 2007.

THOMSEN, S., PEDERSEN, T. European ownership concentration: causes and consequences. **Institute of International Economics and Management/Copenhagen Business School**. Copenhagen: 1997. Disponível em <http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/6535/linkwp01-13.pdf?sequence=1>. Acesso em 09 de setembro de 2014.

TROISIÈMES JOURNÉES DE DROIT FRANCO-LATINO-AMÉRICAINES, 1950, Toulouse. Protection des minorités dans les sociétés anonymes. In: **Revue Internationale de Droit Comparé**. Paris: v. 3, n°4, p. 677-700, out.-dez./1951.. Disponível em http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ridc_0035-3337_1951_num_3_4_8007. Acesso em 10 de outubro de 2014.

Two Million Partners Own the Corporations. **The New York Times**. New York: 4 de outubro de 1908. Disponível em <http://query.nytimes.com/mem/archive-free/pdf?res=F00E15FF3C5517738DDDAD0894D8415B888CF1D3>. Acesso em 22 de maio de 2014.

UNIÃO EUROPEIA. Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição.

UNIÃO EUROPEIA. Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões. Aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição de 28 de junho de 2012. p. 2.

UNITED KINGDOM. The Panel on Takeovers and Mergers. The Takeover Code. Disponível em: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>. Acesso em 24 de julho de 2014.

UNITED STATES OF AMERICA. Securities Exchange Act of 1934: amended through p.l. 112-158, approved august 10, 2012. Disponível em <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>. Acesso em 01 de setembro de 2014.

UNITED STATES OF AMERICA. **United States Court of Appeals, Second Circuit.** Perlman v. Feldmann. 219 F.2d 173 (1955).

USIMINAS S.A. **Acordo de Acionistas datado de 16 de janeiro de 2012.** Disponível em http://v4-usiminas.infoinvest.com.br/ptb/1225/Acordo%20de%20Acionistas_16.01.12_P%FAblico.pdf. Acesso em 04 de junho de 2015.

VALENTI, Graziella et al. Oi perde R\$ 1,2 bi de valor com saída de Bava. **Valor Econômico.** São Paulo, 09 de outubro de 2014.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades Anônimas.** Rio de Janeiro: Borsoi, 1937.

VELASCO, Julian. Just Do It: An Antidote to the Poison Pill. **Emory Law Journal.** Atlanta: v. 52, p. 849-910, 2003. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=324882>. Acesso em 05 de junho de 2013.

VENTORUZZO, Marco. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. **Texas International Law Journal.** Austin: v. 41, n° 2, p. 171-221, abr./2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=819764>. Acesso em 25 de maio de 2013.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**, v. 3. 2ª Ed., atualizada de acordo com a Lei n. 12.431, de 24.6.2011. São Paulo: Malheiros, 2012.

VIRI, Natalia. Eike vende mais R\$ 29,6 milhões em ações da OGX em setembro. **Valor Econômico.** São Paulo, 09 de outubro de 2013.

VIVANTE, Cesare. **Tratatto di Diritto Commerciale.** v. 2. Milano: Dottor Francesco Vallardi, 1929.

WALD, Arlondo. Caracterização Da Alienação De Controle. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais.** São Paulo: v. 38, p. 189, out. /2007.

WATERS, Richard. Google founders look to cement control with novel share split. **Financial Times.** New York: 02 de abril de 2014. Disponível em <http://www.ft.com/cms/s/0/5ba9a078-b9f2-11e3-a3ef-00144feabdc0.html>. Acesso em 04 de maio de 2014.

WEBER, Max. **Economy and Society.** v. 2. Berkeley: University of California Press, 1978.

WIEACKER, Franz. **História do Direito Privado Modernos.** 4ª Ed. Lisboa: Calouste Gulbenkian, 2004.

WIGGINS, Jenny. The inside story of the Cadbury takeover. **Financial Times.** New York: 12 de março de 2013. Disponível em <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/1e5450d2-2be5-11df-8033-00144feabdc0.html#axzz35Jhmds5p>. Acesso em 21 de junho de 2014.

WOOLLEY, Suzanne. Where in the World Is Warren Buffett? Everywhere. **Bloomberg**, 17 de outubro de 2014. Disponível em <http://www.bloomberg.com/news/2014-10-17/the-warren-buffett-of-everything.html>. Acesso em 17 de outubro de 2014.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZANINI, Carlos Klein. *A Poison Pill Brasileira*. Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 256-277.