

**DIREITO SOCIETÁRIO
CONTEMPORÂNEO
II**

ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA
(Coordenador)

ANDRÉ GRUNSPUN PITTA • ANDRÉIA CRISTINA BEZERRA CASQUET
BRUNO ROBERT • CAMILLO STEFANO MARIA SICHERLE
DANIEL DE AVILA VIO
ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA
ERIK FREDERICO OIOLI • EVANDRO FERNANDES DE PONTES
GABRIELA CODORNIZ • GIOVANA CUNHA COMIRAN
JOÃO PEDRO SCALZILLI • LAURA AMARAL PATELLA
LUÍS ANDRÉ NEGRELLI DE MOURA AZEVEDO
LUÍS FELIPE SPINELLI • MARCELO VIEIRA VON ADAMEK
MÁRCIA TANJI • MARCO LA ROSA DE ALMEIDA
MARINA PALMA COPOLA • NICOLE MATTAR HADDAD TERPINS
PAULO FERNANDO CAMPANA FILHO • RAFAEL INDUZZI DREWS
RENATO DIN OIKAWA • RODRIGO TELLECHEA
VIVIANE ROSSINI BERGAMASCHI ABUD

 **MALHEIROS
EDITORES**

DIREITO SOCIETÁRIO CONTEMPORÂNEO II

© ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA
(Organizador)

ISBN 978-85-392-0303-1

Direitos reservados desta edição por
MALHEIROS EDITORES LTDA.

Rua Paes de Araújo, 29, conjunto 171

CEP 04531-940 – São Paulo – SP

Tel.: (11) 3078-7205 Fax: (11) 3168-5495

URL: www.malheiroseditores.com.br

e-mail: malheiroseditores@terra.com.br

Composição

PC Editorial Ltda.

Capa:

Criação: Vânia Lúcia Amato

Arte: PC Editorial Ltda.

Impresso no Brasil

Printed in Brazil

06.2015

COLABORADORES

ANDRÉ GRUNSPUN PITTA

Bacharel em Direito pela USP – Mestre em Direito Comercial pela USP
– Advogado

ANDRÉIA CRISTINA BEZERRA CASQUET

Doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP – *Legum Magister (LL.M.)* em Direito Societário pelo Instituto de Ensino e Pesquisa/Insper – Advogada e Professora em São Paulo

BRUNO ROBERT

Mestre e Doutor em Direito Societário pela USP – *LL.M.* em *Financial and Securities Regulation* pela *School of Law* da *Georgetown University* – Pós-graduado em Economia pela Escola de Economia de São Paulo, da FGV – É Professor Assistente na Faculdade de Direito da USP, dentro do Programa de Aperfeiçoamento de Ensino-PAE

CAMILLO STEFANO MARIA SICHERLE

Mestre em Direito (*Legum Magister – LL.M.*) pela *Cornell University Law School* – Economista pela PUC/SP – Bacharel pela Faculdade de Direito da USP – Advogado em São Paulo

DANIEL DE AVILA VIO

É Mestre e Doutor em Direito Comercial – Pós-graduado em Relações Internacionais pela PUC-SP

ceiros – no caso, os acionistas minoritários –, que não estão participando diretamente da decisão de alterá-lo.

Ora, como os direitos dos minoritários em dada estrutura societária estão refletidos no estatuto, parece natural que a aplicação e a interpretação das normas estatutárias devam levar em consideração justamente a posição assumida pelos acionistas minoritários. Esta posição, que compreende direitos, deveres e obrigações atribuídos aos acionistas minoritários, deve ser respeitada e garantida por quem aplica e interpreta o estatuto social, sobretudo em vista da posição de sujeição dos seus titulares.

7. Conclusão

Por tudo o que se viu, a interpretação do estatuto social exige, do ponto de vista do acionista minoritário, não apenas a consideração da natureza das sociedades anônimas, da característica da própria participação acionária e da função do estatuto social, mas também da posição do acionista minoritário na companhia.

A interpretação do estatuto será mais objetiva e sistemática, levando em conta as proteções impostas pela lei e pelo próprio estatuto, nas companhias abertas, em que a sujeição do acionista é maior. Por outro lado, será possível conferir interpretação subjetiva, ou sustentada na manifestação de vontade dos acionistas minoritários, quando estes efetivamente participarem da elaboração e sucessivas alterações do estatuto.

Tal critério, entretanto, não pode deixar de levar em consideração também os demais parâmetros propostos para a interpretação do estatuto, examinados antes mesmo da distinção sugerida acima. Assim, a finalidade do estatuto, o objeto social das companhias, o fim social, além da boa-fé objetiva, serão sempre nortes para o intérprete, independentemente de uma interpretação objetiva ou subjetiva.

O DEVER DE LEALDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR POR OCASIÃO DA ALIENAÇÃO DO CONTROLE¹

ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA

I – O dever de lealdade do acionista controlador por ocasião da alienação do controle; dever de maximização do valor das ações dos acionistas não controladores. II – Interpretação do estatuto de companhia aberta. III – Um caso concreto; possibilidade de cumulação de OPAs. IV – Conclusão.

I – O dever de lealdade do acionista controlador por ocasião da alienação do controle; dever de maximização do valor das ações dos acionistas não controladores

1. O eminente mestre Herbert Wiedemann, ao estudar, no seu magistral *Direito Societário I – Fundamentos*,² os princípios valorativos desse ramo do direito privado,³ questiona qual a razão de ser da proteção

1. Este artigo foi extraído de parecer expendido pelo autor em 17.12.2010, publicado sob o título “Dever de lealdade do acionista controlador e maximização do valor das ações dos acionistas não controladores na alienação de controle”, na obra coletiva *Direito Processual Empresarial – Estudos em Homenagem a Manoel de Queiroz Pereira Calças*, Rio de Janeiro, Campus Elsevier, 2012, pp. 274-291, e também na RDM 158/251-266, São Paulo, Malheiros Editores, 2012.

2. Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, vol. I, “Grundlagen”, Munique, C. H. Beck, 1980.

3. Os princípios valorativos do direito societário compreendem, para o autor, a proteção aos direitos individuais dos sócios, aos direitos da minoria, aos direitos dos investidores bem como aos interesses dos credores e dos trabalhadores.

à minoria no direito societário, semelhantemente ao que se dá no direito público, se todos os membros da coletividade, diversamente do que ocorre no direito público, perseguem o mesmo fim, se a sujeição à vontade da maioria é antecipadamente acordada e se existe, ainda, a previsão de direito de recesso.⁴

Tal questionamento seria correto – diz o prestigiado ex-Reitor da Universidade de Colônia – se nas organizações societárias uma maioria sempre alternada decidisse as questões e uma fundamental homogeneidade de interesses prevalecesse, o que não ocorre em grande parte dos casos.

Nas associações ideais os associados não raramente cindem-se em grupos e nas associações de massa (*Massenverbände*) o poder acaba sendo exercido por seus funcionários, dados os mecanismos burocráticos de instituição de cargos e o absenteísmo dos associados nas assembleias.⁵

Nas sociedades empresárias, por seu turno, a formação da vontade não ocorre por cabeça, mas pela participação no capital; desde que a maioria dos votos esteja em mãos de um só sócio ou de um grupo estável, o procedimento deliberativo perde seu sentido.

2. É que a vinculação da minoria à maioria, como lembra Wiedemann, tem por base a ideia de uma composição de interesses, tal como ocorre em uma negociação contratual; quando há uma maioria estável, todavia, o resultado da deliberação assemelha-se ao de um negócio consigo mesmo (*Insichgeschäft*)... A maioria não delibera, ordena.

Nesses casos, somente aparece a *forma* de uma deliberação ou de um contrato: o *conteúdo* é de um ato unilateral de vontade...⁶

Assim, na medida em que em uma sociedade empresária as decisões são tomadas pela maioria, esta última tem o poder de dispor da empresa como um todo e, portanto, de dispor mediatamente sobre o patrimônio investido pela minoria.

4. Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., vol. I, “Grundlagen”, pp. 405-406.

5. É o assim chamado “governo dos eleitos sobre os eleitores”, de que cedo nos advertiu o sociólogo Robert Michels, na obra *Zur Soziologie des Parteiwesens in der modernen Demokratie*, Lípsia, 1911, *apud* Wiedemann, Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., vol. I, “Grundlagen”, p. 112.

6. “In der gennanten Fällen liegen nur der Form nach Beschlüsse oder Verträge vor, dem Inhalt nach einseitige Willensakte” (Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., vol. I, “Grundlagen”, p. 406).

Exatamente por isso, o ilustre mestre Fábio Konder Comparato, em sua obra jurídica fundamental, observa que, em relação aos acionistas não controladores,

(...) o controle não se manifesta como comando hierárquico, exigindo obediência e cominando sanções, *mas como o poder de decidir por outrem, produzindo efeitos na esfera patrimonial desses não controladores*.⁷

3. São justamente essas ideias que estiveram na base do paulatino desenvolvimento jurisprudencial da proteção à minoria no direito societário, tanto no Direito Anglo-Saxão (muito mais aderente à realidade, como lembra Comparato alhures) quanto nos Direitos da família romano-germânica.

Da constatação de que uma maioria estável impõe sua vontade à minoria, que, por sua vez, se acha em uma situação jurídica de *sujeição*,⁸ surgiu a ideia, correlata, de que aquela tem um *dever de lealdade* para com esta.

Assim, já em 1900, no caso “Allen *versus* The Gold Reefs of West Africa, Ltd.” (1 Ch. 656), o notável Juiz Lindley⁹ assim se manifestou:

O poder assim conferido às companhias para alterar as regras contidas em seus dispositivos estatutários é limitado apenas pelas provisões prescritas pela lei como uma condição contida no estatuto das companhias. Ampla, todavia, como a linguagem da Seção 50 [*da lei*] é, o poder por ela conferido deve, como todos os outros poderes, ser exercido de acordo com aqueles princípios gerais de Direito e equidade que são aplicáveis a todos

7. Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 5ª ed., com notas de texto de Calixto Salomão Filho, Rio de Janeiro, Forense, 2008, p. 136.

8. Cf. o § 5º do art. 1.072 do CC: “As deliberações tomadas de conformidade com a lei e o contrato *vinculam todos os sócios, ainda que ausentes ou dissidentes*” (grifamos). A Lei 6.404/1976 (Lei das S/A) não contém preceito idêntico, mas o mesmo princípio se deduz da circunstância de que as deliberações são tomadas pela maioria (a maioria presente à assembleia, nos termos do art. 129, ou mais da metade do capital votante, nos termos do art. 136).

9. O Juiz Nathaniel Lindley, como se sabe, foi o autor inicial da mais prestigiada obra inglesa até os dias de hoje sobre sociedades de pessoas, *On Partnerships*, cuja 1ª edição data de 1860 e vem sendo atualizada desde então. A última – 18ª edição – é de 2002 (já com dois suplementos, o primeiro de 2005 e o segundo de 2008), denominando-se, agora, *Lindley & Banks on Partnerships*, publicada pela editora Sweet and Maxwell, Londres. O conspícuo magistrado também elaborou conhecida obra sobre as sociedades anônimas, *On Companies*.

os poderes conferidos às maiorias, capacitando-as a vincular as minorias. Ele precisa ser exercido não apenas da maneira exigida pelo Direito, mas também de boa-fé [*bona fide*] para o benefício da companhia como um todo, e não deve ser excedido. Essas condições são sempre implícitas e raramente, se alguma vez o são, explícitas.¹⁰

Na jurisprudência alemã, o posteriormente famoso julgado “Victoria” (*Victoria Urteil*), proferido pelo Tribunal do *Reich* (pré-nazismo), em 1931, assim dispôs:

Da autorização de se deliberar também para a minoria por via da deliberação majoritária, e, dessa forma, dispor mediatamente sobre os seus direitos patrimoniais ligados à sociedade, resulta, sem ressalvas, o dever societário da maioria de proteger também os legítimos interesses da minoria e de não restringir indevidamente os seus direitos no quadro do interesse comum.¹¹

4. Não é preciso nenhum esforço de imaginação para confirmar que essa mesma ordem de ideias inspirou a elaboração do parágrafo único do

10. Tradução livre do original: “The power thus conferred on companies to alter the regulations contained in their articles is limited only by the provisions contained in the statute as a condition contained in the companies memorandum of association. Wide, however, as the language of S. 50 is, the power conferred by it must, like all other powers, be exercised subject to those general principles of law and equity which are applicable to all powers conferred on majorities and enabling them to bind minorities. It must be exercised, not only in the manner required by law, but also bona fide for the benefit of the company as a whole, and it must not be exceeded. These conditions are always implied, and are seldom, if ever, expressed” (cf. J. R. Bisacre, *Casebook on Company Law*, Londres, Pitman Publishing, 1992, pp. 79-80).

11. Tradução livre do original: “Aus der Befugnis, im Wege des Mehrheitsbeschlusses zugleich auch für die Minderheit zu beschliessen und damit mittelbar über deren in der Gesellschaft gebundene Vermögensrechte zu verfügen, ergibt sich ohne weiteres die gesellschaftliche Pflicht der Mehrheit, im Rahmen des Gesamtinteresses auch den berechtigten Belangen der Minderheit Berücksichtigung angedeihen zu lassen und deren Rechte nicht über Gebühr zu verkürzen” (*RGZ* 132, p. 149 = *JW* 1931, p. 2.951). Sobre tal julgado, Wiedemann disse, em artigo (*Treuebindungen und Sachlichkeitsgebot*, publicado na *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 1/1-9, 2009, e cuja tradução, sob o título “Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas”, de Otto Carlos Vieira Ritter von Adamek, integra a obra coletiva *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*, organizada por Marcelo Vieira von Adamek, São Paulo, Malheiros Editores, 2011, pp. 143-168), ter o Tribunal do *Reich* escrito a história do Direito Alemão (“hat das Reichsgericht deutsche Rechtsgeschichte geschrieben”).

art. 116 da Lei 6.404/1976 (Lei das S/A) pelos nossos preclaros societaristas José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho:

Art. 116. (...).

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.¹² [*Grifos nossos*].

O acionista controlador – *extrai-se de nosso direito positivo, não apenas de nossa jurisprudência* – tem deveres de lealdade para com a minoria (“cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender” – diz o preceito legal¹³).

E esse dever de lealdade é amplo, tendo por objeto não somente direitos, mas também interesses.¹⁴

Tal dever, como demonstrado, funda-se no acréscimo de poder que o controlador detém, e que lhe permite, tanto na assembleia-geral quanto no âmbito da administração, dispor sobre o patrimônio próprio e o alheio.

Afinal, acionista controlador é aquele que, além de titular de direitos de sócio que lhe asseguram, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria

12. Além desse dispositivo, vários outros também com ele se correlacionam, sobretudo os que consideram abuso de poder de controle as operações em detrimento dos minoritários (v. § 1º do art. 117 da Lei das S/A).

13. Sobre a existência de tal dever, a Comissão de Valores Mobiliários/CVM assim se pronunciou, pela voz do então diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa: “O disposto na segunda parte do parágrafo único tem importantes consequências jurídicas. Ele fala em ‘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’. Ou seja, estabelece a necessidade de o acionista controlador ser leal para com acionistas, trabalhadores e comunidade. Além disso, determina que a atuação do acionista controlador respeite e atenda direitos dessas pessoas” (cf. Processo CVM-RJ 2005/1.443, j. 21.3.2006).

14. Muito embora o conceito jurídico de *interesse* seja controverso, é ele geralmente entendido como uma relação de fato existente entre um sujeito, que possui uma necessidade, e um bem apto a satisfazê-la (cf. Pier Giusto Jaeger, *L'Interesse Sociale*, Milão, Giuffrè, 1964, p. 3; cf., outrossim, Agostino Gambino, “La disciplina del conflitto di interessi del socio”, *Rivista del Diritto Commerciale* 1/395-386 e nota 67, 1969). A propósito, cf., do autor deste artigo, *Conflito de Interesses nas Assembleias de S/A*, Capítulo I, São Paulo, Malheiros Editores, 1993.

dos administradores da companhia, usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (art. 116, *caput*, “a” e “b”, da Lei das S/A).

Administrar lealmente o patrimônio alheio, segundo lembra ainda Wiedemann, é uma concretização do princípio geral segundo o qual *influência (Einfluss)* e *responsabilidade (Verantwortung)* devem corresponder-se; o dever de consideração (*Rücksichtspflicht*) do controlador para com os demais acionistas limita, pois, não apenas o exercício de seus direitos, mas *conforma intrinsecamente* o seu poder jurídico.¹⁵

5. Sendo assim, é por demais óbvio que na alienação de controle de uma companhia, operação que tantas alterações pode trazer à sociedade e à empresa, com significativos reflexos para os acionistas não controladores, os direitos e interesses destes devam ser considerados e atendidos – *ex vi legis* entre nós, segundo demonstrado.

A jurisprudência norte-americana, por exemplo, várias vezes responsabilizou o acionista alienante do controle que não tomou as diligências necessárias para verificar a idoneidade do adquirente, cujo propósito era o de saquear ativos da companhia, como lembra o notável societarista Robert Charles Clark.¹⁶

O mesmo deve ocorrer na hipótese de cessão do controle para um concorrente interessado em terminar com a empresa ou mudar o ramo de atividade, ou ainda no caso de alienação para representantes do crime organizado.

A cessão de controle – nunca é demais lembrar – não é um negócio “privado”, realizado no exclusivo interesse do controlador, mas algo que se reflete na sociedade e na empresa:

A cessão de controle não se apresenta como “privada”, independente da organização societária, mas, conforme os exemplos mostram, como uma providência relacionada à sociedade e à empresa.¹⁷

Segundo melhor esclarece Calixto Salomão Filho, que invoca expressamente a lição supracitada, de Wiedemann:

15. Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., vol. I (“Grundlagen”), p. 432.

16. Robert Charles Clark, *Corporate Law*, Nova York, Aspen Law & Business, 1986, pp. 478-479 (§ 11.4.1 *Sale to looters*).

17. Tradução livre do original: “Die Übertragung der Mehrheiterschaft stellt sich nicht als ‘private’, von dem Verband unabhängige, sondern, wie die Beispiele zeigen, als eine gesellschafts- und unternehmensbezogene Massnahme dar” (Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., vol. I, “Grundlagen”, p. 451).

(...) o negócio de alienação de controle, *exatamente por não envolver apenas o bem “ações”*, mas o verdadeiro controle sobre a organização empresarial e conseqüentemente o controle de patrimônios e até destinos alheios, não pode ser considerado um negócio privado.¹⁸ [*Grifos nossos*]

6. Não pode haver, portanto, nenhuma dúvida plausível de que o acionista controlador tem o dever de maximizar o valor das ações dos acionistas não controladores, precipuamente, aliás, na hipótese de cessão do controle.

É, de resto, o que legitimamente se espera do leal comportamento daquele que tem o poder de determinar os destinos da empresa e a quem entregamos, a fundo perdido, o nosso dinheiro...

Acrescente-se, ainda, que, por motivos que dispensam explicação, é indisputavelmente *do interesse dos acionistas não controladores* – interesse ao qual o acionista controlador se acha legalmente adstrito a atender, como demonstrado – a maximização do valor de suas ações.

II – Interpretação do estatuto de companhia aberta

7. Do que se expôs resulta, como consequência, que a interpretação do estatuto, mormente de uma companhia aberta – e ainda mais ligada ao Novo Mercado –, deve ser feita, no caso de uma cessão de controle, no sentido que melhor atenda aos direitos e interesses dos não controladores, já que estes poderão, de uma forma ou de outra, ser profundamente afetados.

Precisamente, uma das hipóteses em que, no contexto do Direito Brasileiro, o acionista controlador pode acarretar dano aos não controladores – e que não é remediada pela oferta pública compulsória prevista no art. 254-A da Lei das S/A – dá-se quando, por variados motivos (incúria, premência de obtenção de dinheiro etc.), a negociação é feita em parâmetros não condizentes com o real valor da empresa.

8. E, em matéria de interpretação de estatuto, há que distinguir, antes mais nada, se a companhia é aberta ou fechada.

Em artigo sobre a reforma da Lei Societária, Lamy Filho já observara que, entre a companhia aberta e a fechada, a distinção não é de tamanho, mas de *natureza*:

18. Calixto Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 4ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2011, p. 151.

Com efeito, entre a S/A fechada – mera técnica de estruturar um negócio, que poderia eventualmente revestir qualquer outra forma societária – e a S/A aberta – cujos títulos alimentam o mercado de capitais, que apela para o público em busca do capital de risco de que necessita (...) – a diferença não é apenas de tamanho ou de grau, é de natureza.¹⁹

Nessa mesma linha, afirma Comparato, no primeiro tipo (isto é, na companhia aberta)

(...) predomina o caráter institucional, marcado por disposições de ordem pública, não derogáveis por deliberação dos acionistas, porque tendentes a proteger o interesse coletivo de investidores no mercado de capitais. No outro, prevalece o aspecto contratual, conferindo-se ampla liberdade de estipulação às partes para regular o funcionamento do mecanismo societário, de acordo com os seus interesses particulares.²⁰

Exatamente por essa razão, como pondera o ilustre Mestre das Arcadas, os estatutos de uma companhia aberta não são assemelháveis aos das fechadas:

Assim é que, nas companhias abertas, os estatutos se apresentam, incontestavelmente, como um *ato-regra* (para retomarmos a expressão consagrada dos institucionalistas franceses), com as características de um *direito objetivo ou ius positum no âmbito corporativo*. Já, nas companhias fechadas dificilmente poder-se-ão desligar as regras estatutárias do acordo de vontades entre os acionistas, que lhes serviu de fundamento e inspiração. Por isso mesmo, enquanto na companhia aberta a latitude de criação normativa dos estatutos é estreitamente limitada, preponderando sempre o ditado legal, nas companhias fechadas a fronteira entre estatutos e acordo de acionistas se esbate consideravelmente. O acordo estatutário aparece, aqui, muito mais como negócio jurídico privado, entre parte determinadas, do que como regulamento objetivo e impessoal.²¹ [*Grifos nossos*]

Como consequência, a interpretação dos estatutos de um ou outro tipo não se pode fazer do mesmo modo.

9. Há que ressaltar, outrossim – como lembra ainda Comparato –, a necessária distinção que se deve fazer, em matéria de sociedades por ações,

19. Cf. Alfredo Lamy Filho, “A reforma da Lei das Sociedades Anônimas”, *RDM* 7/125, São Paulo, Ed. RT, 1972.

20. Fábio Konder Comparato, *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1981, p. 119.

21. Idem, p. 121.

(...) entre o negócio constitutivo e o regulamento interno da vida social; enquanto aquele é pessoal e mesmo individualizado, *este é objetivo e impessoal*.²² [*Grifos nossos*]

Lá prepondera o princípio da emissão volitiva das partes; aqui, o ditado objetivo das cláusulas e sua conformidade com as normas legais. “Em matéria estatutária, como no plano legal” – conclui o Mestre –, “a interpretação histórica nunca é decisiva”.²³

10. Cuidando-se de uma companhia aberta, a interpretação das cláusulas estatutárias, portanto, deve ser feita objetivamente, como se se tratasse de normas jurídicas, eis que tais cláusulas se destinam a reger as relações entre a sociedade e uma generalidade de pessoas que ingressam e se retiram a todo o momento do quadro societário.²⁴ Nesse contexto, evidentemente, não se justifica a interpretação subjetiva.²⁵

De qualquer forma, a doutrina procura diferenciar entre as cláusulas estatutárias destinadas aos próprios acionistas fundadores – às quais se emprestaria uma interpretação subjetiva, indagando acerca da vontade das partes contratantes – e aquelas aplicáveis a terceiros, que não participaram do seu processo criativo – e que, portanto, demandariam uma interpretação objetiva.²⁶

22. Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, cit., 5ª ed., p. 177.

23. Idem, p. 179.

24. O eminente mestre Vasco da Gama Lobo Xavier lembra que na interpretação de estatutos “a nada haverá que recorrer senão a eles próprios. Nesta orientação, que é corrente na doutrina germânica (cf., por exemplo, Robert Fischer, in *Grosskom. AktG*, I, § 16, nota 19, Godin-Wilhelmi, I, § 23, nota 17, Würdinger, p. 35, Baumbach-Hueck, *AktG*, § 23, nota 3; e, para os estatutos das associações, Coing, § 133, nota 54, Enneccerus-Nipperdey, I, § 108, nota II, Larenz, lug. ult. cit., Schultze-V. Lasaulx, in Soergel-Siebert, § 25, nota II, e Hefermehl, lug. ult. cit. ...), escreve Vaz Serra, in *RJL* 103º, p. 523: “Os estatutos contêm normas objectivas aplicáveis a uma generalidade de pessoas, não podendo, portanto, a sua interpretação fazer-se senão com o auxílio de circunstâncias que eles próprios revelam, e devendo tender ela à determinação de um sentido quanto possível, unitário, tal como se tratasse de uma lei” (cf. *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*, Coimbra/Portugal, Atlântida Editora, 1976, p. 565 – grifos nossos).

25. Cf. Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., vol. I (“Grundlagen”), p. 168.

26. Cf. Carlo Angelici e Giovanni B. Ferri, *Studi sull’Autonomia dei Privati*, Turim, UTET, 1997, pp. 338-340. Cf., outrossim, a dissertação de Mestrado de Marco La Rosa de Almeida, aprovada com distinção, denominada *A Interpretação dos Estatutos das Sociedades por Ações* (São Paulo, Faculdade de Direito da USP, 2008, pp. 90 e ss.).

III – Um caso concreto; possibilidade de cumulação de OPAs

11. Em um caso concreto submetido ao nosso parecer, os consultores tinham ingressado na companhia mais de seis meses após seu ingresso no Novo Mercado.

Não tiveram qualquer participação, assim, na elaboração e votação de seu estatuto.

12. O estatuto da companhia continha uma cláusula relativa à oferta pública obrigatória na hipótese de alienação do controle acionário, do seguinte teor:

Art. 27. Na hipótese de alienação do controle acionário da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, essa alienação deverá ser contratada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente do controle se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante.

Tal cláusula achava-se inserida no Capítulo V do estatuto, que se intitulava: “Da Alienação do Controle Acionário, do Cancelamento do Registro de Companhia Aberta e da Saída do Novo Mercado”.

13. Mas o estatuto continha também uma outra cláusula incluindo uma *poison pill* na hipótese de aquisição de ações representativas de 20% ou mais do capital, que assim dispunha:

Art. 34. Qualquer pessoa ou grupo de pessoas, acionistas ou não (incluindo, sem limitação, qualquer pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, condomínio, carteira de títulos, universalidade de direitos, ou outra forma de organização), residente ou com sede no Brasil ou no Exterior, que venha a adquirir ou se torne titular, por qualquer motivo, de ações de emissão da Companhia; ou de outros direitos, inclusive usufruto ou fideicomisso, sobre ações de emissão da Companhia em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do seu capital social (“Acionista Adquirente”) deverá efetivar uma oferta pública de aquisição de ações específica para a hipótese prevista neste art. 34 (“OPA”), para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, os regulamentos da Bovespa e os termos deste artigo.

Referida cláusula se encontrava inserta no Capítulo VI do estatuto, cujo título dizia: “Da Aquisição de Participação Relevante e da Dispersão Acionária”.

14. Arguia-se, portanto, que, como as mencionadas cláusulas estatutárias se destinariam a hipóteses diversas, segundo se achava demonstrado pelos títulos dos capítulos em que estavam incluídas, elas não poderiam ser aplicáveis simultaneamente. Uma necessariamente excluiria a outra.

Era descabida, entretanto, a preponderância que se pretendia dar aos títulos dos capítulos na interpretação do estatuto da companhia.

Como bem lembra o inexcedível Carlos Maximiliano, em lição aplicável, *mutatis mutandis*, à interpretação de estatutos:

Os títulos, as epígrafes e as rubricas da lei em conjunto, ou de capítulo ou parágrafo, não fazem parte, propriamente, da norma escrita, não foram discutidos nem votados, não contêm uma regra explícita. Entretanto, foram presentes aos legisladores e aceitos como acessórios da lei, destinados a indicar a ordem e a correlação entre as suas partes.

Deve-se presumir ser a epígrafe oportuna, expressiva, regular; na falta de argumento sólido em contrário, admite-se que apenas compreende o objeto exato da norma, e, portanto, serve para deduzir o sentido e o alcance desta.

Entretanto, a lei não se equipara a um manual teórico; a disposição de suas matérias não é feita com o rigor escolar. Muitas vezes o título figurou no projeto e é mantido apesar de o Congresso haver dilatado ou restringido os termos das disposições primitivas; daí resulta a necessidade de atribuir ao texto um alcance mais amplo, ou mais estreito, do que a epígrafe parece indicar.

Pelas razões expostas, o título ajuda a deduzir os *motivos* e o objeto da norma; presta, em alguns casos, relevante serviço à exegese; auxilia muito a memória, é fácil de reter, e por ele se chega à lembrança das regras a que se refere; *porém, oferece um critério inseguro; o argumento; a rubrica é de ordem subsidiária; vale menos do que os outros elementos de hermenêutica, os quais se aplicam diretamente ao texto em sua íntegra.*²⁷ [Grifos nossos]

15. Mas, ainda que assim não se entendesse, o estatuto da companhia continha outra norma que desautorizava a restrição que se pretendia inferir a partir dos títulos dos seus capítulos.

27. Carlos Maximiliano, *Hermenêutica e Aplicação do Direito*, 19ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 217.

Assim é que, no próprio Capítulo VI, cujo título, relembre-se, era “Da Aquisição de Participação Relevante e da Dispersão Acionária”, o art. 35 assim dispunha:

Art. 35. É facultada a efetivação de uma única oferta pública de aquisição de ações, visando a mais de uma das finalidades previstas nos Capítulos V e VI deste Estatuto, no Regulamento de Listagem no Novo Mercado ou na regulamentação emitida pela CVM, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de todas as modalidades de oferta pública de aquisição de ações e não haja prejuízo para os destinatários da oferta e seja obtida a autorização da CVM quando exigida pela legislação aplicável. [Grifos nossos]

Ora, o Capítulo V do estatuto, como se ressaltou, intitulava-se “Da Alienação do Controle Acionário, do Cancelamento do Registro de Companhia Aberta e da Saída do Novo Mercado”.

Isso demonstrava cristalinamente, portanto, que *não eram excluídas* as ofertas públicas nas hipóteses de alienação do controle (Capítulo V) e de aquisição de participação relevante e dispersão acionária (Capítulo VI). Ao contrário, seria possível a realização de uma única oferta contemplando tanto os critérios da OPA do art. 27 quanto os critérios da OPA de *poison pill*, desde que *não houvesse prejuízo para os destinatários da oferta*, nos termos do supracitado art. 35. Ou seja: *na hipótese de alienação de controle, o preço ofertado aos minoritários deveria ser, necessariamente, o maior preço encontrado de acordo com os critérios do art. 27 e do art. 34.*

Definitivamente não se sustentava, assim, o argumento baseado nos títulos dos capítulos do estatuto da companhia.

16. Objetava-se, ainda, com base no texto do art. 34, que ele teria por finalidade exclusiva dificultar a aquisição de participação relevante para, assim, manter a dispersão acionária, e que, no caso, esta tinha sido mantida exatamente como se achava antes da alienação do controle. Por tal razão, o aludido dispositivo estatutário seria inaplicável ao caso.

Mas não era a exegese que se extraía do próprio art. 34, que, em seu § 12, assim dispunha:

§ 12. O disposto neste artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 20% (vinte por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 30 (trinta) dias contados do evento relevante; (ii) da incor-

poração de uma outra sociedade pela Companhia; (iii) da incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia; ou (iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em assembleia-geral da Companhia, e cuja proposta de aumento de capital tenha determinado a fixação do preço de emissão das ações com base em valor econômico obtido a partir de laudo de avaliação elaborado nos termos do art. 32 deste Estatuto.

Entre as exceções expressamente estipuladas no supracitado parágrafo, portanto, *não se achava a alienação do controle.*

A conclusão que se extraía daí, portanto, é a de que a *poison pill* prevista no art. 34 tinha inteira aplicação também nessa hipótese. Ela não se destinava exclusivamente a manter a dispersão acionária, *mas também a proteger os acionistas minoritários* por ocasião da cessão do controle acionário.

Se a interpretação dos estatutos sociais de companhias abertas deve ser objetiva, e não havia nenhuma exceção expressa no estatuto para dizer que a OPA do art. 27 devia se sobrepor à OPA de *poison pill* em caso de alienação de controle, o art. 34 havia de ser necessariamente aplicado ao caso, já que tinha ocorrido alienação de mais de 20% do capital social da companhia (situação que completava o suporte fático do art. 34, portanto).

17. Essa exegese não só é a que se extraía *objetiva e diretamente* do estatuto da companhia, como também era a que mais se coadunava com uma interpretação mais favorável à minoria.

Isto porque, como se salientou, a oferta pública prevista no art. 27 (à semelhança da do art. 254-A da Lei das S/A) não protegia adequadamente os acionistas minoritários no caso de o controle ser alienado acodadamente (como parecia, inclusive, ter ocorrido no caso concreto) ou, de qualquer outra forma, por um valor que prejudicasse os seus interesses.

E o art. 34 explicitamente protegia tais interesses, como defluiu, entre outros, dos seus §§ 3º a 5º, autoexplicativos:

§ 3º. O preço a ser ofertado pelas ações de emissão da Companhia na OPA deverá ser, pelo menos, igual ao maior entre (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação nos termos do § 4º deste art. 34, acrescido de um prêmio de 25% (vinte e cinco por cento); (ii) 125% (cento e vinte e cinco por cento) do preço de emissão das ações em aumento de capital mediante distribuição pública ocorrido nos 24 (vinte e quatro) meses anteriores à data em que se tornar obrigatória a realização da OPA nos termos deste art. 34, devidamente atualizado pelo IPC (Índice de Preços ao

Consumidor da Fundação Getúlio Vargas) até a data do pagamento; e (iii) 125% (cento e vinte e cinco por cento) da cotação unitária média das ações da Companhia, na Bolsa de Valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia, durante os 90 (noventa) dias anteriores à realização da OPA.

§ 4º. O valor econômico das ações de emissão da Companhia será apurado em laudo de avaliação elaborado na forma do art. 32 deste Estatuto, com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários ou com base em outro critério aceito pela CVM, assegurada a revisão do valor da oferta na forma do § 5º deste artigo.

§ 5º. Os acionistas titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das Ações em Circulação (conforme definido no § 2º do art. 32 acima) no mercado poderão requerer aos administradores da Companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares das Ações em Circulação no mercado para deliberar sobre a realização de nova avaliação da Companhia para fins de revisão do preço da OPA, cujo laudo deverá ser preparado nos mesmos moldes do laudo de avaliação referido no § 4º deste artigo, de acordo com os procedimentos previstos no art. 4º-A da Lei n. 6.404/1976 e com observância ao disposto na regulamentação aplicável da CVM, nos regulamentos da Bovespa e nos termos deste artigo.

Na hipótese de alienação de controle, portanto, os minoritários da companhia, por força do art. 34, não ficariam amarrados ao preço estipulado pelo seu acionista controlador!

18. Por outro lado, o argumento de que a aplicação simultânea das OPAs estabelecidas nos arts. 27 e 34 teria de ser expressamente prevista no estatuto da companhia era, diante do que se expôs nos itens I e II, *supra*, deste artigo, completamente improcedente.

Justa e precisamente o contrário: para que não houvesse essa aplicação simultânea seria necessária expressa *exclusão* a respeito no estatuto – o que, como visto no n. 15 acima, não tinha ocorrido!

Quando há cessão do controle, os minoritários estão sujeitos a diversos riscos, razão pela qual a exegese do estatuto deve ser feita da forma mais favorável ao atendimento dos seus interesses.

19. De resto, a *poison pill* estipulada no art. 34 do estatuto da companhia, como as de tantas outras empresas integrantes do Novo Mercado, não se destinava apenas a assegurar a dispersão acionária, como se alegava, mas também a proteger o controle.

Com uma cláusula dessas, o acionista majoritário pode se desfazer de parte de suas ações e ainda manter o controle.

Nesse sentido, lembra Roberta Nioac Prado que:

(...) tais cláusulas poderiam ser vistas como parte de um processo de transição, como um “primeiro passo” rumo à democratização do capital social, atuando como um instrumento facilitador da adaptação dos controladores à nova realidade de uma companhia aberta com maior dispersão acionária.²⁸

20. De qualquer forma, o art. 34 do estatuto indisputavelmente assegurava e protegia a minoria acionária na hipótese de cessão do controle, como demonstrado, desvinculando-a do preço arbitrariamente estipulado pelo acionista controlador.

Deveria ser vista, assim, como uma cláusula ampliativa – e não restritiva – de direitos.

21. Argumentava-se, ainda, com base no art. 40 do estatuto, que a cessionária do controle seria sucessora dos acionistas controladores, e, portanto, não estaria sujeita à cláusula de *poison pill*.

O aludido artigo tinha a seguinte redação:

Art. 40. O disposto no art. 34 deste Estatuto Social não se aplica aos atuais acionistas da Companhia e seus sucessores na data da assembleia-geral extraordinária realizada em 28 de junho de 2006, bem como às suas respectivas controladas e coligadas, aplicando-se exclusivamente àqueles investidores que adquirirem ações e se tornarem acionistas da Companhia após tal assembleia-Geral.

Tal dispositivo – de caráter nitidamente transitório, como decorria claramente do seu texto, e não somente do capítulo em que se inseria – tinha tido por finalidade evitar a aplicação da *poison pill* prevista no art. 34 à operação de organização do poder de controle da companhia.

22. A AGE de 28.6.2006, a que se referia o art. 40, teve por objeto o pedido de registro de companhia aberta perante a CVM e a alteração do estatuto da companhia, a fim de adaptá-lo à abertura de capital.

28. Roberta Nioac Prado, “Desconcentração do poder de controle e *poison pills*: evolução no mercado de capitais brasileiro”, in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luís André N. de Moura Azevedo (coords.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais* (obra coletiva), São Paulo, Quartier Latin, 2010, p. 400.

Dessa forma, logo após a assembleia, mas dentro desse mesmo contexto, os acionistas pessoas físicas, que eram titulares da totalidade das ações representativas do capital da companhia, celebraram um acordo de acionistas de uma sociedade *holding* pura, visando a assegurar, na abertura do capital da companhia, que o controle desta fosse exercido por meio dessa *holding*.

O acordo mencionado previa que os acionistas pessoas físicas transfeririam para a *holding* ações da companhia em número suficiente para tanto; mas, como a quantidade de ações necessária para garantir o controle somente poderia ser definida após a determinação do número das que seriam subscritas publicamente, inseriu-se o art. 40 a fim de afastar a incidência da *poison pill* por ocasião da realização da referida transferência – eis que já estava em vigência o art. 34 do estatuto.

Se tinha sido necessário, assim, criar uma exceção para o art. 34 não incidir em operações como a descrita acima, é porque desde a elaboração do estatuto da companhia tinha-se em mente que a OPA de *poison pill* seria aplicável a toda e qualquer transferência de controle. Até por isso o art. 40 foi inserido no Capítulo VIII (“Disposições Finais e Transitórias”), e não no Capítulo VI do estatuto, que trata da *poison pill* e de suas exceções. O objetivo do referido art. 40 era excluir a *holding*, na condição de *controlada* dos acionistas pessoas físicas, da obrigação do art. 34.

23. Não faz nenhum sentido, evidentemente, entender que uma *isenção transitória* se aplicaria a todas as futuras transferências de ações da companhia, a *título singular*, sobretudo pelo fato de haver outro dispositivo no próprio estatuto que estabelecia as exceções à aplicação do art. 34, conforme se depreendia do § 12 do referido art. 34, que aqui se repete:

§ 12. O disposto neste artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 20% (vinte por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 30 (trinta) dias contados do evento relevante; (ii) da incorporação de uma outra sociedade pela Companhia; (iii) da incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia; ou (iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em assembleia-geral da Companhia, e cuja proposta de aumento de capital tenha determinado a fixação do preço de emissão das ações com base em valor econômico obtido a partir de laudo de avaliação elaborado nos termos do art. 32 deste Estatuto.

Ademais, se a exceção transitória do art. 40 fosse permanente, qualquer adquirente das ações antes pertencentes às pessoas físicas que inicialmente controlavam a companhia estaria imune à incidência da *poison pill*. Assim, tais ações confeririam mais direitos do que as demais ações da companhia; ou seja: ter-se-ia criado, pelo art. 40, uma *classe diferente* de ações ordinárias em uma companhia que tinha aderido às regras do Novo Mercado.

24. Também era totalmente inconsistente o argumento de que o art. 34 do estatuto da companhia não se aplicaria à hipótese de alienação indireta de controle, por se referir a “ações de emissão da Companhia”.

O Fato Relevante, publicado em 2.12.2009, revelava que, desde o início da operação, a cessionária do controle já tencionava incorporar a *holding*, passando, com isso, a deter *diretamente* 51,9345% do capital da companhia.

Seria totalmente incongruente, assim, admitir que a aquisição direta das ações da companhia faria incidir a *poison pill*, mas a aquisição indireta, imediatamente seguida de incorporação (que acarreta a participação direta), pudesse escapar à sua incidência.

A fraude às disposições estatutárias restaria franqueada, não sendo demasiado lembrar que a essa altura da vida jurídica nacional, com a difusa e generalizada utilização da teoria da desconsideração da personalidade jurídica pela doutrina, jurisprudência e pelos textos legais,²⁹ seria “chover no molhado” – com o perdão da expressão – afirmar que a pessoa jurídica pode ser utilizada abusivamente, com o intuito de fraudar a lei ou os contratos.

No tocante a estes últimos, relembra J. Lamartine Corrêa de Oliveira³⁰ que Rolf Serick, na sua obra seminal sobre a desconsideração da pessoa jurídica,³¹ ao sintetizar os resultados de sua pesquisa, tentou codificá-los em quatro grandes princípios, o primeiro dos quais é assim enunciado:

29. Arts. 28 da Lei 8.078/1990 (CDC), 18 da Lei 8.884/1994 (CADE) e 50 do CC.

30. J. Lamartine Corrêa de Oliveira, *A Dupla Crise da Pessoa Jurídica*, São Paulo, Saraiva, 1979.

31. Rolf Serick, *Rechtsform und Realität juristischer Person – Ein rechtsvergleichender Beitrag zur Frage des Durchgriffs auf die Personen oder Gegenstände hinter der juristischen Person (Forma Jurídica e Realidade das Pessoas Jurídicas – Contribuição de Direito Comparado à Questão da Penetração Destinada a Atingir Pessoas ou Objetos Situados Atrás da Pessoa Jurídica*, na tradução de J. Lamartine Corrêa de Oliveira, *A Dupla Crise da Pessoa Jurídica*, cit., p. 296).

Em caso de abuso da forma da pessoa jurídica, pode o juiz, para impedir que seja atingido o objetivo ilícito visado, deixar de respeitar tal forma, afastando-se portanto do princípio da nítida distinção entre sócio e pessoa jurídica. Existe abuso quando através do instrumento de pessoa jurídica se procura fugir à incidência de uma lei ou à de obrigações contratuais, ou causar fraudulentamente danos a terceiros. (...).³² [Grifos nossos]

IV – Conclusão

25. A conclusão a que chegamos no caso concreto submetido ao nosso parecer, portanto, foi a de que, em vista do dever de lealdade do acionista controlador por ocasião da alienação do controle, que implica o correlato dever de maximizar o valor das ações dos acionistas não controladores, era de ser aplicada ao caso a OPA prevista no art. 34 do estatuto da companhia em benefício dos acionistas minoritários.

Bibliografia

- ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo, Malheiros Editores, 2011.
- ALMEIDA, Marco La Rosa de. *A Interpretação dos Estatutos das Sociedades por Ações*. Dissertação de Mestrado. São Paulo, Faculdade de Direito da USP, 2008.
- ANGELICI, Carlo, e FERRI, Giovanni B. *Studi sull'Autonomia dei Privati*. Turim, UTET, 1997.
- AZEVEDO, Luís André N. de Moura, e CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coords.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais* (obra coletiva). São Paulo, Quartier Latin, 2010.
- BISACRE, J. R. *Casebook on Company Law*. Londres, Pitman Publishing, 1992.
- CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coords.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais* (obra coletiva). São Paulo, Quartier Latin, 2010.
- CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Nova York, Aspen Law & Business, 1986.
- COMPARATO, Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro, Forense, 1981.
- _____. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 5ª ed., com notas de texto de Calixto Salomão Filho. Rio de Janeiro, Forense, 2008.

32. J. Lamartine Corrêa de Oliveira, *A Dupla Crise da Pessoa Jurídica*, cit., pp. 327-328.

- FERRI, Giovanni B., e ANGELICI, Carlo. *Studi sull'Autonomia dei Privati*. Turim, UTET, 1997.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S/A*. São Paulo, Malheiros Editores, 1993.
- _____. “Dever de lealdade do acionista controlador e maximização do valor das ações dos acionistas não controladores na alienação de controle”. In: *Direito Processual Empresarial – Estudos em Homenagem a Manoel de Queiroz Pereira Calças* (obra coletiva). Rio de Janeiro, Campus Elsevier, 2012 (pp. 274-291) (publicado também na RDM 158/251-266. São Paulo, Malheiros Editores, 2012).
- GAMBINO, Agostino. “La disciplina del conflitto di interessi del socio”. *Rivista del Diritto Commerciale* I. 1969.
- JAEGER, Pier Giusto. *L'Interesse Sociale*. Milão, Giuffrè, 1964.
- LAMY FILHO, Alfredo. “A reforma da Lei das Sociedades Anônimas”. RDM 7. São Paulo, Ed. RT, 1972.
- LINDLEY & BANKS. *On Partnerships*. 18ª ed. Londres, Sweet and Maxwell, 2002.
- LOBO XAVIER, Vasco da Gama. *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*. Coimbra/Portugal, Atlântida Editora, 1976.
- MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 19ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- OLIVEIRA, J. Lamartine Corrêa de. *A Dupla Crise da Pessoa Jurídica*. São Paulo, Saraiva, 1979.
- PRADO, Roberta Nioac. “Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro”. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura, e CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coords.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais* (obra coletiva). São Paulo, Quartier Latin, 2010.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo, Malheiros Editores, 2011.
- WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*. vol. I (“Grundlagen”). Munique, C. H. Beck, 1980.
- _____. “Treuebindungen und Sachlichkeitsgebot”. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 1. 2009 (“Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas”. Trad. de Otto Carlos Vieira Ritter von Adamek. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo, Malheiros Editores, 2011).