Em vez de direitos de preferência, os estados norte-americanos recorrem a uma estratégia de standards, o dever de lealdade, para coibir emissões de ações de viés oportunista. A efetivação do dever de lealdade é custosa e altamente litigiosa, mas, quando as instituições privadas de efetivação funcionam razoavelmente bem, ela pode proteger os acionistas minoritários com a mesma eficácia que os direitos de preferência. Até no Reino Unido, nas pequenas companhias em que os acionistas minoritários podem não ser capazes de bloquear a não aplicação dos direitos de preferência, eles podem submeter uma petição alegando "prejuízo iníquo" (*unfair prejudice*) e reivindicar o direito de ter sua parte comprada por um preço justo.[72] O Japão e o Brasil combinam as estratégias de standards e de direitos de decisão. No Japão, os acionistas das companhias fechadas gozam de direitos de preferência, e todas as companhias, incluindo as abertas, precisam da aprovação de uma maioria qualificada dos acionistas para emitir novas ações a terceiros a preços "particularmente" favoráveis.[73] O direito brasileiro, por sua vez, exige que o preço das novas emissões de ações seja fixado "sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas", independentemente da existência de direitos de preferência.[74]

As regras de preferência europeias se aplicam apenas às emissões de ações em troca de dinheiro. No caso de integralização do capital com bens, os minoritários também correm risco se as ações forem emitidas aos majoritários ou a pessoas relacionadas a um preço artificialmente baixo. Mais uma vez, a abordagem do direito da União Europeia é lidar com o problema por meio de regras, exigindo uma avaliação independente da contraprestação não pecuniária nas companhias abertas.[75]

7.4 Fusões, incorporações e cisões

Uma fusão ou incorporação pode revolucionar as relações entre os participantes da companhia. Fusões e incorporações agregam

---

of Venture Capital. *University of Chicago Law Review*, v. 68, n. 1, p. 305-322, 2001. p. 312).

[72] Sobre prejuízo iníquo, ver nota 39 supra.

[73] JAPÃO. Companies Act, Arts. 199(2), 201(1), 309(2)(v).

[74] BRASIL. Lei das Sociedades por Ações, Art. 170, § 1.º.

[75] UNIÃO EUROPEIA. Segunda Diretiva, nota 28 supra, Art. 10, ligeiramente abrandado pelo Art. 11, introduzido em 2006.

Anatomia 16x23 ET03.indd 347 29/08/2018 18:50

os ativos e passivos de duas ou mais companhias numa única companhia, que é ou uma das entidades resultantes (a "companhia sobrevivente"), no caso da incorporação, ou uma companhia inteiramente nova, no caso da fusão (a "companhia emergente").[76] Nesse processo, a propriedade acionária de um acionista pode ser diluída, transformada ou, em certos países, convertida em dinheiro.[77] Os dividendos acumulados de um acionista preferencial podem ser eliminados. Um acionista numa companhia de capital disperso pode tornar-se acionista numa companhia controlada. Um acionista numa companhia sem proteções contra aquisições hostis pode ver-se acionista de uma companhia que é efetivamente blindada contra aquisições hostis. Um acionista numa companhia fechada pode vir a ser acionista de uma companhia aberta ou vice-versa. Porém, os maiores problemas estão relacionados ao preço, que geralmente consiste, nesse contexto, na relação de troca: um acionista pode ser forçado a trocar suas ações por ações da companhia sobrevivente ou da nova companhia que valem menos.

Como as fusões e incorporações podem realinhar de modo tão fundamental as relações entre os participantes da empresa, todos os países conferem tratamento especial às fusões e incorporações. Embora certas fusões ou incorporações não resultem em realinhamento de interesses (e sejam normalmente isentas da exigência de aprovação dos acionistas), muitas fusões e incorporações possuem as características funcionais de mudanças fundamentais: são grandes; frequentemente suscitam problemas de agência;[78] e envolvem decisões de investimento.

Esses problemas são tratados preponderantemente por uma estratégia de direitos de decisão. Assim, a maioria dos países exige a autorização da maioria qualificada dos acionistas para uma fusão ou incorporação. Na União Europeia, a Terceira Diretiva de Direito Societário estipula uma exigência mínima de aprovação de pelo menos

---

[76] É isso que as diferencia de uma aquisição; ver Seção 8.1.

[77] Numa chamada fusão por compra (*cash-out merger*), os acionistas de uma das duas companhias fundidas não têm escolha senão aceitar dinheiro em troca de suas ações.

[78] Os empregos dos administradores da empresa fundida mais fraca correm o mesmo risco que os dos administradores nas empresas alvos de aquisições hostis (ver Seção 8.1.2.1), mesmo se a fusão for oficialmente chamada de "fusão de iguais". Acerca da semelhança entre transações hostis e amigáveis, ver: SCHWERT, William G. Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder? *The Journal of Finance*, v. 55, n. 6, p. 2599-2640, 2000.

Anatomia 16x23 ET03.indd 348 29/08/2018 18:50

dois terços dos votos na assembleia geral (ou, alternativamente, metade das ações emitidas).[79] Alguns Estados-membros impõem patamares de votação ainda mais altos. Por exemplo, a Alemanha e o Reino Unido[80] exigem 75% dos acionistas votantes para aprovar uma fusão, enquanto a França – e também o Japão, fora da União Europeia – exigem pelo menos uma maioria de dois terços das ações com direito a voto com um quórum mínimo de um quarto e um terço das ações emitidas, respectivamente.[81] Em contrapartida, o Brasil e a maioria dos estados norte-americanos exigem a maioria absoluta de todas as ações emitidas para aprovar uma fusão, incorporação ou outra mudança orgânica, embora isso possa corresponder facilmente a 70% ou mais das ações que efetivamente exercem o direito de voto.[82]

---

[79] UNIÃO EUROPEIA. Diretiva 2011/35/UE, relativa à fusão das sociedades anônimas (doravante "Terceira Diretiva"), Art. 7, aplicável a fusões nacionais de companhias abertas. Esse artigo também exige o consentimento de cada classe de acionistas cujos direitos são afetados, votando separadamente, e não somente da assembleia dos acionistas. Sobre os "direitos de classe", ver Seção 7.2.2.

[80] O Reino Unido é peculiar, pois não tem um procedimento legal autônomo de fusão. Em vez disso, o "*scheme of arrangement*" (Companies Act 2006, Part 26) pode ser usado para esse fim. Um "acordo" pode ser usado mais genericamente para ajustar os direitos mútuos dos acionistas e/ou credores e da companhia, havendo ou não outra companhia envolvida no acordo. Ele foi originalmente concebido (no século XIX) para ajustar os direitos dos credores na falência. Se o acordo for usado para efetuar uma fusão ou cisão, pode incorrer na regulação adicional da Parte 27, que implementa a Terceira e a Sexta Diretivas da UE, ainda que certas fusões, incorporações e cisões fiquem de fora da Parte 27. Embora o acordo seja cada vez mais usado para efetuar mudança de controle (ver Seção 8.1.1), acordos de fusão são relativamente incomuns no Reino Unido. Ver, em geral, PAYNE, Jennifer. *Schemes of Arrangement: Theory, Structure and Operation*. Cambridge: Cambridge University, 2014.

[81] ALEMANHA. Umwandlungsgesetz, § 65 (a menos que o estatuto fixe um patamar mais alto); REINO UNIDO. Companies Act 2006, Sections 899 e 907; FRANÇA. Code de commerce, Arts. L. 236-2 e L. 225-96. Sobre o Japão, ver Companies Act, Arts. 783, 795, 804, 309(2)(xii). De modo semelhante, a Itália exige maioria de dois terços das ações representando pelo menos um quinto do capital emitido para as companhias listadas (SPA) (nas companhias abertas não listadas, a maioria simples das ações com direito a voto pode aprovar a fusão). Ver Codice civile, Arts. 2368-2369.

[82] BRASIL. Lei das Sociedades por Ações, Art. 136; ESTADOS UNIDOS. DGCL, nota 18 supra, § 251(c) e RMBCA, nota 41 supra, § 11.04(e). Se apenas

Anatomia 16x23 ET03.indd 349 29/08/2018 18:50

Essas exigências de ratificação dos acionistas geralmente se aplicam a ambos (ou todos) os participantes de uma fusão ou incorporação.[83] O fato de que os acionistas das companhias adquirentes devam normalmente autorizar incorporações (ainda que não haja alteração dos seus estatutos) sugere que o direito societário está menos preocupado com a identidade jurídica formal do que com o tamanho dessas operações e com a possibilidade de que alterem radicalmente o poder e a composição da administração da companhia adquirente. De forma coerente com esse foco em operações que reestruturam fundamentalmente as relações é o fato de que certos países *não* exigem a autorização dos acionistas da companhia adquirente quando ela é muito maior que a companhia alvo, contanto que a incorporação não altere o estatuto da companhia sobrevivente.[84] Aqui a implicação é de que o voto dos acionistas é desnecessário porque os conselhos das companhias adquirentes estão simplesmente fazendo compras modestas, que, por razões fiscais ou de outra natureza, são convenientemente estruturadas como incorporação em vez de alienação de estabelecimento ou compra de ações.

7.4.1 O conflito administração-acionista em fusões e incorporações

Os dois principais conflitos de agência administração-acionista que surgem potencialmente em fusões e incorporações são: (a) a recusa autointeressada da administração em concordar com uma fusão ou incorporação que os acionistas apoiam; e (b) tentativas autointeressadas da administração de formar impérios ou de negociar suas condições de trabalho ou remuneração futuras com uma companhia adquirente

70% dos acionistas votarem, mais de 71% dos acionistas votantes devem aprovar uma transação para compor uma maioria absoluta das ações emitidas.

[83] Os ordenamentos que permitem *cash-out mergers*, como Delaware e Japão, diferem quanto à exigência de aprovação dos acionistas da companhia adquirente também. O direito de Delaware não a exige (DGCL, nota 18 supra, § 251(f)(3)), mas o direito japonês, sim (Companies Act, Arts.795(1) e 796).

[84] Ver ESTADOS UNIDOS. DGCL, nota 18 supra, § 251(f) (não é exigida a aprovação pelos acionistas se a companhia sobrevivente emitir menos que 20% de ações adicionais); JAPÃO. Companies Act, Art. 796(3) (a aprovação pelos acionistas não é exigida se a companhia sobrevivente pagar contrapartida de 20% ou menos de seu valor líquido, com algumas exceções).

Anatomia 16x23 ET03.indd 350 29/08/2018 18:50

às custas dos acionistas.[85] Como esses problemas de agência surgem principalmente em estruturas acionárias dispersas, aqui enfocamos sobretudo os Estados Unidos, o Reino Unido e o Japão.[86]

7.4.1.1 Blindagem dos administradores

O que pode ser feito quando os administradores resistem a uma proposta de fusão ou incorporação que os acionistas gostariam de aceitar? Como pode um sistema distinguir entre uma resistência movida por uma crença sincera e bem fundamentada de que a fusão ou incorporação não é do interesse dos acionistas de uma resistência movida pelo autointeresse? Num sistema centrado no conselho, como o dos Estados Unidos, a blindagem dos administradores é tratada por meio da combinação de uma estratégia de *trusteeship* (conselhos dominados por conselheiros independentes) com uma estratégia de recompensas (remuneração de incentivos turbinados para os administradores desencadeada por uma mudança de controle) e uma estratégia de direitos de eleição (embora os conselhos possam vetar uma proposta de fusão ou incorporação, os acionistas podem eleger novos conselheiros).

O Reino Unido lida com essas questões de modo geralmente semelhante aos Estados Unidos, mas difere em dois aspectos importantes: primeiro, não há veto do conselho às propostas de fusão ou incorporação; e, segundo, como vimos no Capítulo 3, é mais fácil para os acionistas destituir conselheiros.[87] No entanto, há dificuldades práticas para convocar uma assembleia de acionistas sem a cooperação do conselho.[88] Por isso, como nos Estados Unidos, a adquirente pode mudar a estrutura da operação para uma aquisição direta de ações: como veremos no Capítulo 8, ao fazê-lo, ao contrário do que acontece nos Estados Unidos, a adquirente pode então invocar a proibição de ações impeditivas contida no Takeover Code para neutralizar qualquer ação

---

[85] Um terceiro conflito surge em aquisições de controle pela administração quando os administradores, com um patrocinador financeiro, procuram adquirir a parte dos acionistas de companhias abertas. Este é discutido na Seção 7.4.2, no contexto de expulsões dos minoritários.

[86] Para o conflito acionista majoritário-minoritário, ver Seção 7.4.2.

[87] Ver Seção 3.2.2.

[88] Para as dificuldades que uma adquirente enfrenta ao usar a fusão ao estilo do Reino Unido contra um alvo hostil, ver: *Re Savoy Hotel Ltd* (1981) Ch 351, discutido em DAVIES e WORTHINGTON, nota 38 supra, itens 29-35.

Anatomia 16x23 ET03.indd 351 29/08/2018 18:50

negativa que a administração da empresa alvo possa tomar contra a oferta pública sem aprovação dos acionistas.[89]

7.4.1.2 Autointeresse da administração

Um segundo problema de agência administrador-acionista surge quando os administradores, ao negociarem um acordo de fusão ou incorporação, colocam seus próprios interesses – de formar um império por meio de aquisições ou de garantir seu emprego na empresa sobrevivente – à frente dos interesses dos acionistas. É interessante notar que, aqui, as estratégias adotadas pelos diferentes países são bastante semelhantes. Em primeiro lugar, a exigência de aprovação dos acionistas[90] confere a eles um meio de contestar uma fusão ou incorporação motivada pelos interesses dos administradores. Grandes acionistas ou coalizões de grandes acionistas, incluindo fundos de *hedge* e investidores institucionais, às vezes têm poder de voto para bloquear ações societárias, especialmente quando for proposta uma operação alternativa claramente superior.[91]

Em segundo lugar, no intuito de melhorar a qualidade da tomada de decisão pelos acionistas, muitos países exigem a aprovação por guardiões (*gatekeepers*) das condições das fusões, incorporações e outras mudanças orgânicas (uma estratégia de *trusteeship*). Por exemplo, o direito da União Europeia exige que as companhias abertas em processo de fusão ou incorporação encomendem relatórios de especialistas independentes sobre os termos substantivos das fusões ou incorporações antes da assembleia de acionistas.[92] No Japão, quando se propõe uma fusão ou incorporação com o acionista controlador da companhia, as bolsas de valores exigem que um terceiro analise se ela é equitativa

[89] Essas questões serão discutidas com mais detalhes no Capítulo 8, no contexto das mudanças de controle. Ver Seção 8.2.

[90] Nota 81 supra.

[91] Para exemplos, ver: KAHAN, Marcel; ROCK, Edward B. Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 155, n. 5, p. 1021-1094, 2007.

[92] UNIÃO EUROPEIA. Terceira Diretiva, nota 79 supra, Art. 10 (exige relatórios de terceiros sobre a equidade das condições da fusão ou incorporação, embora detentores de valores mobiliários com direito de voto da companhia possam abrir mão dessa exigência por unanimidade).

Anatomia 16x23 ET03.indd 352 29/08/2018 18:50

da perspectiva dos acionistas.[93] Já nos Estados Unidos, as companhias abertas que estão empreendendo uma fusão ou incorporação costumam procurar se proteger de processos dos acionistas solicitando a bancos de investimento pareceres acerca da equidade da operação (*fairness opinions*),[94] que os acionistas podem consultar antes de votar.

Em terceiro lugar, os Estados Unidos e o Japão também protegem os acionistas por meio de uma estratégia de saída – o direito de recesso ou retirada (*appraisal remedy*) –, o qual permite aos acionistas insatisfeitos escaparem dos efeitos financeiros de mudanças orgânicas aprovadas por maiorias de acionistas, vendendo suas ações para a companhia por um preço "razoável" em certas circunstâncias.[95] O Brasil e a Itália preveem um recurso semelhante, mas que se aplica mais seletivamente.[96] Embora o direito da União Europeia não exija o reembolso no caso de uma fusão ou incorporação como tal, as disposições do direito societário da França, da Alemanha e da Itália que conferem direitos de retirada no caso de mudanças significativas no estatuto das companhias abertas atingirão algumas fusões ou incorporações.[97] O direito de retirada pode ser disponibilizado expressamente quando a fusão ou incorporação envolver mudança na forma jurídica ou outra restrição incomum aos direitos dos acionistas.[98] Um benefí-

---

[93] JAPÃO. Tokyo Stock Exchange, Securities Listing Rules, Art. 441-442.

[94] Ver, por exemplo: ESTADOS UNIDOS. *Smith v. Van Gorkom*, 488 Atlantic Reporter 2d 858 (Delaware Supreme Court 1985) (venda de companhia sem relatório de avaliação e com pouca deliberação é negligência grave apesar de prêmio no preço).

[95] Sobre o *appraisal remedy* no direito japonês, ver: KOH, Alan. Appraising Japan's Appraisal Remedy. *American Journal of Comparative Law*, v. 62, n. 2, p. 417-460, 2014.

[96] Os acionistas dissidentes no Brasil só podem buscar o reembolso se suas ações não tiverem liquidez suficiente após a fusão ou incorporação: Lei das Sociedades por Ações, Arts. 136, IV, e 137, II. Na Itália, direitos de retirada são concedidos aos acionistas de companhias fechadas e de uma companhia listada que se combina com outra não listada: Codice civile, Arts. 2505-IV (companhias fechadas) e 2437-V (companhia listada com não listada).

[97] Ver texto a que se refere a nota 41 supra e VIANDIER, Alain. *OPA, OPE et autres offres publiques*. 5. ed. Levallois-Perret: Francis Lefebvre, 2014. p. 460-461.

[98] Ver FRANÇA. Règlement Général de l'AMF, Art. 236-5 (transformação de SA em *société en commandite par actions*); ALEMANHA. Unwandlungsgesetz, § 29; ITÁLIA. Codice civile, Art. 2437.

Anatomia 16x23 ET03.indd 353 29/08/2018 18:50

cio colateral é que o direito de retirada também protege os acionistas como classe, tornando decisões impopulares mais caras para a companhia.[99] O custo dessas proteções é que esse mesmo recurso pode lesar os acionistas se a necessidade de liquidez para satisfazer as demandas de direito de retirada prejudicar operações que de outra forma aumentariam o valor da companhia.[100]

A abrangência do direito de retirada varia amplamente entre os estados norte-americanos e entre os países que oferecem esse direito de saída. Na prática, porém, procedimentos complicados, atrasos e incerteza muitas vezes desencorajam os pequenos acionistas de exercer esse direito nos países que o oferecem. Por exemplo, os acionistas que buscam exercer seus direitos de retirada em Delaware precisam primeiro submeter uma discordância escrita da operação a ser contestada perante a assembleia dos acionistas em que será considerada; eles devem abster-se de votar acerca da operação na assembleia; e podem ser forçados a requerer a avaliação judicialmente por dois anos ou mais antes de obter uma decisão definitiva. Além disso, muitos estados norte-americanos, incluindo Delaware e outros sujeitos ao RMBCA (Revised Model Business Corporation Act), limitam ainda mais os direitos de retirada introduzindo a chamada "exceção do mercado acionário" (*stock market exception*) à sua disponibilidade em fusões e incorporações societárias.[101] Nos termos dessa "exceção", os acionistas não têm direitos de retirada se a contraprestação da fusão ou incorporação consistir em ações de uma companhia amplamente negociada em vez de dinheiro, títulos de dívida ou ações de companhias fechadas – aparentemente com a justificativa de que os direitos de retirada deveriam proteger a liquidez e não o valor das ações minoritárias, ou de que a avaliação proporcionada pelo mercado, embora imperfeita, provavelmente não é sistematicamente menos precisa do que aquela proporcionada pelo Judiciário.[102] Consequentemente, os direitos de retirada não são muito

---

[99] Ver KANDA, Hideki; LEVMORE, Saul. The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law. *UCLA Law Review*, v. 32, n. 3, p. 429-473, Feb. 1985.
[100] Ver MANNING, Bayless. The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker. *The Yale Law Journal*, v. 72, n. 2, p. 223-265, 1962.
[101] ESTADOS UNIDOS. RMBCA, nota 41 supra, § 13.02; DGCL, nota 18 supra, § 262.
[102] Evidentemente, essa teoria não explica por que os direitos de retirada estão disponíveis quando os acionistas recebem dinheiro, a contrapartida mais líquida possível pela fusão.

Anatomia 16x23 ET03.indd 354 29/08/2018 18:50

úteis para os acionistas que desejam contestar o preço que recebem em fusões ou incorporações entre companhias abertas.[103]

Essas dificuldades podem explicar por que a maioria dos países europeus nunca adotou a estratégia de saída – direitos de retirada ou recesso – como recurso geral para proteger os acionistas minoritários em fusões ou incorporações. Ao contrário, como vimos, o direito da União Europeia recorre a uma estratégia de direitos de decisão (aprovação dos acionistas) e a uma estratégia de *trusteeship*, pois exige uma avaliação por especialistas independentes que são responsáveis perante os acionistas por sua conduta ilícita.[104]

Note-se, no entanto, que certos Estados-membros vão além do mínimo exigido pelo direito da União Europeia e fornecem aos acionistas individuais o direito de contestar a adequação do preço das fusões, um direito que se assemelha ao *appraisal remedy* no espírito, se não na forma. É o caso da Alemanha e da Itália, onde os acionistas das companhias envolvidas podem processar as companhias sobreviventes pela diferença entre o valor das ações que possuíam anteriormente e o valor das que receberam em troca.[105] De fato, a capacidade dos acionistas individuais de exigir um pagamento diferencial se mostrou tão eficaz na

---

[103] Ver MAHONEY, Paul Gerard; WEINSTEIN, Mark. The Appraisal Remedy and Merger Premiums. *American Law and Economics Review*, v. 1, n. 1, p. 239-275, 1999 (analisam 1.350 fusões envolvendo companhias abertas entre 1975-1991); SELIGMAN, Joel. Reappraising the Appraisal Remedy. *George Washington Law Review*, v. 52, n. 4, p. 829-871, 1983 (apenas cerca de 20 fusões entre 1972-1981 resultaram em procedimento de reembolso).

[104] UNIÃO EUROPEIA. Terceira Diretiva, nota 79 supra, Arts. 20 (responsabilidade dos administradores perante os acionistas) e 21 (responsabilidade dos especialistas independentes perante os acionistas); Sexta Diretiva do Conselho 82/891/CEE, de 17 de dezembro de 1982, fundada no nº 3, alínea g), do artigo 54º do Tratado, relativa às cisões de sociedades anônimas (doravante "Sexta Diretiva"), Art. 18 (responsabilidade dos administradores e especialistas independentes perante os acionistas). Ver também: HABERSACK, Matthias; VERSE, Dirk. *Europäisches Gesellschaftsrecht*. 4. ed. München: C. H. Beck, 2011. §§ 16-20.

[105] ALEMANHA. Umwandlungsgesetz, § 15; ITÁLIA. Codice civile, Art. 2504-IV; ver também: SCHMIDT, Karsten. *Gesellschaftsrecht*. 4. ed. Köln: Carl Heymanns, 2002. p. 390; CONAC, Pierre-Henri; ENRIQUES, Luca; GELTER, Martin. Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy. *European Company and Financial Law Review*, v. 4, n. 4, p. 491-528, 2007. p. 525. A dificuldade

Anatomia 16x23 ET03.indd 355 29/08/2018 18:50

Alemanha que atuou como um dissuasor considerável para as fusões e incorporações naquele país.[106]

7.4.2 O conflito acionista majoritário-minoritário em fusões e incorporações

Na presença de um acionista controlador, as fusões ou incorporações com companhias não relacionadas envolvem riscos para os acionistas minoritários que são semelhantes àqueles vistos nas seções anteriores. Por isso, muitos mecanismos que limitam os conflitos administrador-acionista, como, por exemplo, a avaliação independente das condições da fusão ou incorporação ou os direitos de retirada, também atuam para proteger os acionistas minoritários contra os majoritários.[107] Isto é, fornecem proteção para os acionistas não controladores contra os controladores, se os controladores forem administradores ou acionistas majoritários (ou ambos, é claro). Contudo, certas técnicas, especialmente a aprovação dos acionistas (até mesmo por maioria qualificada) serão menos eficazes numa tal situação. Porém, no caso de uma incorporação envolvendo uma afiliada dos acionistas controladores, como uma incorporação de companhia controlada, os conflitos de interesse que afligem a subsidiária são mais intensos e, em verdade, muito semelhantes ao problema de agência que examinamos no Capítulo 6: essas incorporações são, na realidade, transações entre partes relacionadas. Os conflitos majoritário-minoritário são até mais acentuados nas incorporações com exclusão dos minoritários (*freeze-out mergers*), nas quais um acionista controlador, usando a estrutura da incorporação, elimina os acionistas não controladores em troca de dinheiro ou ações.[108] As aquisições de controle pela administração (*management buyouts*), em que os diretores se aliam a um patrocinador financeiro para adquirir a companhia, apresentam muitos desses problemas.

---

específica do sistema alemão é que ele pode resultar num ajuste das condições depois que a fusão foi realizada.

[106] Ver Seção 7.4.2.3.1.

[107] A exceção são os direitos de decisão na forma de aprovação dos acionistas, que serão ineficazes a menos que haja exigência de aprovação da maioria dos minoritários.

[108] Para uma perspectiva comparada, ver: VENTORUZZO, Marco. Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals. *Virginia Journal of International Law*, v. 50, n. 4, p. 841-918, 2010.

Anatomia 16x23 ET03.indd 356 29/08/2018 18:50

Todos os países-alvos mais importantes reforçam a proteção dos acionistas minoritários quando os acionistas controladores estão em ambos os lados da incorporação. Em especial, os standards desempenham um papel particularmente importante na regulação de negócios envolvendo conflito de interesses.[109] Os países europeus conferem aos acionistas minoritários o direito de ingressar em juízo com fundamento em uma variedade de standards protetivos. Na França, por exemplo, as incorporações de companhias controladas podem ser invalidadas por meio da doutrina do *abus de majorité*,[110] enquanto no Reino Unido o remédio do "prejuízo iníquo" ("*unfair prejudice*" *remedy*) pode potencialmente fornecer um direito de saída aos minoritários a um preço justo.[111] Embora nos Estados Unidos os standards desempenhem um papel relativamente pequeno na regulação da maioria das mudanças orgânicas entre partes independentes (exceto quando a companhia é vendida em troca de dinheiro ou fracionada[112], ou uma fusão, incorporação ou outra operação promete criar um novo acionista controlador quando antes não havia nenhum),[113] eles ganham destaque nas operações com o acionista controlador.[114]

7.4.2.1 Quando a controladora tem mais de 90%

Numa tentativa de equilibrar os interesses dos acionistas minoritários e controladores, os países geralmente facilitam a compra do quinhão dos acionistas minoritários quando um acionista controlador possui mais de 90% das ações da companhia. Por exemplo, o direi-

---

[109] Ver Seção 6.2.5.

[110] COZIAN, VIANDIER e DEBOISSY, nota 39 supra, p. 740, nt. 11.

[111] Sobre o remédio do "prejuízo iníquo", ver: DAVIES e WORTHINGTON, nota 38 supra, Cap. 20.

[112] ESTADOS UNIDOS. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 506 Atlantic Reporter 2d 173 (Delaware 1986).

[113] Ver, por exemplo, ESTADOS UNIDOS. *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 Atlantic reporter 2d 34 (Delaware Supreme Court 1994).

[114] Ver MAHONEY e WEINSTEIN, nota 103 supra, p. 272-274; comparar *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 Atlantic Reporter 2d. 701 (Delaware Supreme Court 1983) com *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 Atlantic Reporter 2d 1111 (Delaware 1994). Ver THOMPSON, Robert B. Squeeze-Out Mergers and the "New" Appraisal Remedy. *Washington University Law Quarterly*, v. 62, n. 3, p. 415-434, 1984. Ver também Seção 6.2.2.1.

Anatomia 16x23 ET03.indd 357 29/08/2018 18:50

to da União Europeia permite que os Estados-membros substituam o equivalente dos direitos de retirada por uma avaliação especializada dos planos de fusão e incorporação, dispensando a necessidade de voto dos acionistas da companhia adquirente quando esta última possuir mais de 90% da companhia alvo – uma opção inspirada no *Konzernrecht* alemão.[115] Mais drasticamente, uma companhia controladora que detém mais de 90% de uma subsidiária pode unilateralmente incorporar a subsidiária sem necessidade de aprovação na assembleia da companhia controlada (a chamada incorporação "sumária" – *"short-form" merger*) na maioria dos estados norte-americanos, e os acionistas minoritários têm direitos de retirada em vez de voto.[116] O direito japonês é semelhante.[117]

7.4.2.2 Quando a controladora tem menos de 90%

O direito dos Estados Unidos também permite incorporações por compra (*cash-outs*), ou, como são frequentemente chamadas, incorporações com exclusão dos minoritários (*freeze-outs*), em situações nas quais os acionistas controladores detêm menos de 90% das ações da subsidiária, mas pelo preço de fornecer uma proteção adicional aos acionistas minoritários além da que estaria disponível numa incorporação entre companhias sem relação de controle. O direito japonês, mais uma vez, é semelhante.[118] A regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos exige que as companhias abertas que fecham o capital (em decorrência de uma incorporação com exclusão dos minoritários) façam divulgações relacionadas à comutatividade da operação e a quaisquer discussões com terceiros que possam estar interessados em adquirir a companhia,[119] enquanto na França o órgão regulador do mercado pode exigir que o direito de recesso seja dis-

---

[115] Ver UNIÃO EUROPEIA. Terceira Diretiva, nota 79 supra, Arts. 27-29. Ver também: EMMERICH, Volker; HABERSACK, Mathias. *Konzernrecht.* 10. ed. München: C. H. Beck, 2013. p. 141-146.

[116] Ver, por exemplo, ESTADOS UNIDOS. DGCL, nota 18 supra, § 253.

[117] JAPÃO. Companies Act, Art. 784(1).

[118] Nas incorporações por compra (*cash-out mergers*), ou em geral nas incorporações em que a contrapartida é diversa de ações da companhia sobrevivente, exige-se a divulgação de informações adicionais. Id. Ordinance for Enforcement of the Companies Act, Arts. 182 e 184.

[119] ESTADOS UNIDOS. Securities Exchange Act of 1934, Rule 13e-3.

Anatomia 16x23 ET03.indd 358 29/08/2018 18:50

ponibilizado em caso de incorporação de uma subsidiária listada por uma companhia controladora quando julgar a medida necessária para proteger os interesses dos minoritários.[120]

Além disso, as cortes de Delaware geralmente examinam as incorporações de companhias controladas sob a ótica do rigoroso standard de "justiça integral" (*entire fairness*), segundo o qual cabe ao acionista controlador o ônus de provar a observância de preço justo e processo justo.[121] No entanto, o ônus da prova desloca-se para o autor da ação quando a operação foi (i) negociada por um comitê especial composto por conselheiros independentes ou (ii) complementada pela aprovação da maioria dos acionistas minoritários.[122] Quando *ambas* essas medidas são tomadas, a operação é geralmente examinada sob a ótica mais branda da regra de decisão empresarial (*business judgment rule*).[123] Ao estabelecer esse mecanismo, a jurisprudência migra de um padrão de exame *ex post* para uma estratégia de *trusteeship*, pois o uso de comitês independentes é recompensado.

O direito dos países da União Europeia é menos claro em relação às incorporações de companhias controladas e à exclusão dos minoritários envolvendo companhias em que o acionista controlador detém menos de 90%.[124] As exigências mínimas estabelecidas pelas Diretivas da União Europeia aplicam-se a essas operações, mas, para além disso, os Estados-membros da União Europeia geralmente adotam uma abordagem "neutra" no seu direito nacional que, ao contrário dos estados norte-americanos, não facilita ativamente a exclusão dos minoritários.[125] Na França, o estatuto da companhia *pode* dispor que os acio-

---

[120] FRANÇA. Règlement Général de l'AMF, Art. 236-6.

[121] Ver Seção 6.2.2.1.

[122] *Kahn v. Lynch*, nota 114 supra.

[123] ESTADOS UNIDOS. *Kahn v. M & F Worldwide Corp*., 88 Atlantic Reporter 3d 635, ver também *In re Cox Communications, Inc.*, 879 Atlantic Reporter 2d 604. Ver Seção 6.2.2.1. Sobre o Japão, ver TANAKA, Wataru. Going Private and the Role of Courts: A Comparison of Delaware and Japan. *University of Tokyo Soft Law Review*, v. 3, p. 12-23, 2011.

[124] Para uma comparação recente, ver KREBS, Christian A. Freeze-out Transactions in Germany and the US: A Comparative Analysis. *German Law Journal*, v. 13, n. 8, p. 941-978, 2012.

[125] Acerca da abordagem alemã, ver Bundesverfassungsgericht, Aug. 7, 1962-1 BvL 16/60, Bundesverfassungsgericht (BVerfGE) 14, 263 [Feldmühle]: SCHMIDT, nota 105 supra, p. 348.

Anatomia 16x23 ET03.indd 359 29/08/2018 18:50

nistas minoritários recebam sua parte em dinheiro em circunstâncias bem definidas, embora as condições dessa aquisição estejam sujeitas ao controle judicial sobre a comutatividade da operação à semelhança de Delaware.[126] Porém, na ausência de autorização estatutária, não parece que um acionista controlador possa excluir nem mesmo acionistas minoritários abusivos.[127] Ao contrário, o direito alemão reconhece o direito ao acionista controlador de excluir um minoritário abusivo, mas nem as leis nem os tribunais da Alemanha reconhecem um direito geral aos acionistas controladores com menos de 95% das ações de excluir seus acionistas minoritários.[128] Na Itália, na falta de um direito absoluto de comprar a parte dos minoritários, a exclusão dos minoritários só pode ocorrer com relação a acionistas com um número de ações inferior ao que é necessário para receber uma ação na companhia resultante.[129]

7.4.2.3 Exclusão dos minoritários sem fusão ou incorporação

7.4.2.3.1 Venda compulsória de ações

Muitos países também reconhecem técnicas de exclusão dos minoritários (*freeze-out* ou, como também são chamadas, *squeeze-out*) que não se baseiam formalmente numa operação de incorporação. Como veremos no Capítulo 8,[130] no direito da União Europeia um adquirente que obtém 90% a 95% das ações da companhia alvo depois de uma oferta pública tem a possibilidade de excluir os acionistas remanescentes segundo as condições da oferta pública (ou algo perto disso) – e os minoritários têm um direito semelhante de terem suas participações

---

[126] COZIAN, VIANDIER e DEBOISSY, nota 39 supra, p. 216-218.

[127] Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 12 mars 1996, **93-17.813**. *Revue des sociétés*, p. 554, 1996 (expulsão dos minoritários é proibida, salvo se permitida por lei ou pelo estatuto da companhia).

[128] ALEMANHA. BGH. Mar. 20, 1995 – II ZR 205/94, BGHZ 129, 136 [Girmes].

[129] Ver BIANCHI, Luigi A. *La congruità di rapporto di cambio nella fusione*. Milano: Il Sole 24 Ore, 2002. p. 101.

[130] Ver Seção 8.3.5. Porém, se um majoritário com 90% realizar uma oferta pela companhia simplesmente para excluir os minoritários, o Reino Unido analisa a razão da exclusão dos minoritários com referência a um padrão similar ao aplicado às alterações do estatuto para esse fim. Ver *Re Bugle Press Ltd* (1961) Ch 270.

Anatomia 16x23 ET03.indd 360 29/08/2018 18:50

adquiridas. Em certos países, a mesma faculdade é disponibilizada, independentemente do alcance do patamar de 90% ou 95% mediante a oferta pública. Nesse caso, a determinação do preço é uma questão mais delicada. Na França, um grupo de acionistas que detém 95% ou mais dos direitos de voto numa companhia listada pode eliminar os minoritários mediante a realização de uma oferta pública para adquirir suas ações, seguida por uma aquisição forçada das ações dos acionistas remanescentes.[131] O preço da aquisição forçada tem de ser aprovado *ex ante* pelo regulador do mercado, que se baseará na proposta preparada pelo banco de investimento do adquirente, no relatório de um especialista contratado pela empresa alvo e no seu próprio julgamento.[132] A Alemanha também disponibiliza um procedimento de exclusão dos minoritários no nível de 95% para todas as companhias abertas, o qual segue as regras de fusão ou incorporação (incluindo a necessidade de relatório apresentado pelo acionista que detém os 95% e de relatório de um especialista nomeado pelo juiz acerca da adequação da contraprestação).[133] Ao contrário do procedimento francês, o preço não é aprovado *ex ante*, mas sujeito ao questionamento *ex post* por qualquer acionista minoritário individual perante o Judiciário, cuja decisão se aplica a todos os acionistas minoritários (*Spruchverfahren*). Embora o questionamento normalmente não impeça que a exclusão dos minoritários seja efetuada de forma imediata, o procedimento posterior à exclusão dos minoritários pode ser prolongado (estendendo-se por até 10 anos), o que gera um forte incentivo para o acionista detentor dos 95% resolver por acordo a reivindicação dos minoritários e um incentivo igualmente forte para os especuladores (*arbitrageurs*) adquirirem as ações dos minoritários a fim de tirar vantagem do questionamento judicial.[134]

---

[131] FRANÇA. Code Monétaire et Financier, Art. L. 433-4; Règlement Général de l'AMF, Arts. 236-3, 236-4 e 237-1. Os minoritários têm o direito paralelo de terem sua parte comprada (Code Monétaire et Financier, Art. L. 433-4; Règlement Général de l'AMF, Arts. 236-1 e 236-2).

[132] Id. Règlement Général de l'AMF, Arts. 237-2, 261-1(II) e 262-1. Ver, em geral, VIANDIER, nota 97 supra, p. 495-498.

[133] ALEMANHA. AktG, §§ 327a-f. Ver STOHLMEIER, Thomas. *German Public Takeover Law*. 2. ed. London: Kluwer Law, 2007. p. 139.

[134] Ibid., p. 145. O procedimento de exclusão dos minoritários pós-oferta não sofre desse defeito, devido à forte presunção de que o preço da oferta é adequado. Ver WpÜG, § 39a(3) e Seção 8.3.5.

Anatomia 16x23 ET03.indd 361 29/08/2018 18:50

No Japão, um procedimento complexo que comporta uma espécie diferenciada de ações, que exige o voto por maioria de dois terços na assembleia de acionistas, é usado na prática para excluir os minoritários, com motivações sobretudo fiscais. O Japão também introduziu um novo procedimento em 2014 que permite a um acionista que detém 90% ou mais das ações da companhia excluir os acionistas minoritários *sem* assembleia geral.[135]

Em países (como o Reino Unido) que carecem de procedimentos explícitos para excluir os minoritários (exceto após uma oferta), uma variedade de procedimentos substitutos pode estar disponível. A questão é se esses procedimentos mais genéricos fornecem salvaguardas adequadas contra o oportunismo dos majoritários quando usados para realizar uma exclusão de minoritários. A forma mais simples desses mecanismos não específicos de exclusão dos minoritários é uma alteração do estatuto que exige que os minoritários transfiram suas ações para os majoritários ou para a companhia. Como a exigência padrão de maioria qualificada para mudanças no estatuto pode parecer uma proteção inadequada para os minoritários numa situação de exclusão, os tribunais do Reino Unido, lançando mão de seu poder geral de apreciar alterações do estatuto social,[136] desenvolveram uma exigência de boa razão societária (*good corporate reason*) até para uma exclusão a preço justo, o que difere da simples exigência de boa-fé aplicável a outras reformas estatutárias. Na Austrália, partindo de argumentos dogmáticos semelhantes, o Tribunal Superior tem vedado aquisições compulsórias, exceto em circunstâncias muito limitadas.[137]

---

[135] JAPÃO. Companies Act, Art. 179. Para detalhes, ver VENTORUZZO, Marco et al. *Comparative Corporate Law*. Saint Paul: West Academic, 2015. p. 497.

[136] Os tribunais do Reino Unido podem recorrer ao recurso do "prejuízo iníquo", mas a jurisprudência também desenvolveu um padrão de exame geral para mudanças no estatuto, ou seja, a exigência de que a mudança seja feita "de boa-fé no interesse da companhia". Ver nota 39 supra. Essa fórmula um tanto obscura tende a exigir simplesmente que os majoritários ajam de boa-fé, exceto nos casos de expropriação de ações, em que ela tem maior impacto. Ver *Gamlestaden Fastigheter AB v. Baltic Partners Ltd* (2008) 1 BCLC 468.

[137] AUSTRÁLIA. *Gambotto v. WCP Ltd* (1995) 127 Australian Law Reports 417, que parece aceitar a aquisição forçada se a finalidade for proteger a companhia de dano, mas não se for para tirar benefício dela.

Anatomia 16x23 ET03.indd 362 29/08/2018 18:50

7.4.2.3.2 Outras técnicas de exclusão dos minoritários

A reforma do estatuto não é, todavia, a única maneira, nem mesmo a mais recorrente, de eliminar uma pequena minoria na falta de um procedimento explícito para fazê-lo. Um grupamento de ações (*reverse stock split*), uma venda de todos os bens da companhia seguida pela sua dissolução[138] ou, nos países que ainda conferem importância ao capital social, uma redução do capital podem ser usadas com esse fim. Mais uma vez, como esses procedimentos não são concebidos para excluir os minoritários, a proteção contra o oportunismo reside principalmente no emprego de estratégias de standards para regular a decisão da maioria.[139]

O fechamento do capital de uma companhia aberta pode operar também como exclusão dos minoritários. O fechamento do capital e o cancelamento do registro privam acionistas e credores dos benefícios de uma maior divulgação obrigatória de informações, além de reduzir substancialmente a liquidez das ações. À luz disso, a saída desse regime regulatório é uma mudança fundamental na companhia.[140] Como discutiremos no Capítulo 9, a regulação dos valores mobiliários e as normas

---

[138] Um procedimento explicitamente previsto na AktG, § 179a, com voto de 75% dos acionistas, mas que na prática não é muito usado por uma série de razões, incluindo a capacidade dos minoritários de adiar a operação por longos períodos contestando o preço da transferência dos bens. Por conseguinte, o procedimento geral de exclusão dos minoritários introduzido mais recentemente (Seção 7.4.2.3.1) costuma ser empregado. Ver STOHLMEIER, nota 133 supra, p. 150.

[139] Ver REINO UNIDO. *Rock Nominees Ltd v. RCO (Holdings) plc* (2004) 2 BCLC 439 (CA-UK): comprador, que ficou pouco abaixo do patamar de 90% para uma exclusão dos minoritários pós-oferta, propôs vender o negócio da nova subsidiária a outra companhia do grupo, liquidar o vendedor e distribuir seus bens aos acionistas. O Tribunal de Apelação se recusou a considerar a proposta, pois ela infringia o padrão de "prejuízo iníquo" para o exame das decisões dos controladores (ver nota 39 supra), segundo o qual o preço obtido na venda tem que ser "o melhor preço que pode razoavelmente ser obtido". Também estava claro que os minoritários se opunham ao negócio porque ele ajudaria a obter um "preço de resgate" por meio da venda voluntária de sua propriedade acionária à nova controladora.

[140] Ver MACEY, Jonathan; O'HARA, Maureen; POMPILIO, David. Down and Out in The Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process. *The Journal of Law and Economics*, v. 51, n. 4, p. 683-713, 2008.

Anatomia 16x23 ET03.indd 363 29/08/2018 18:50

das bolsas de valores fornecem uma ampla variedade de proteções aos acionistas contra os administradores e acionistas controladores que procuram fechar o capital.[141]

7.4.3 A proteção dos grupos não acionistas em fusões e incorporações

Além de lidar com os problemas de agência entre administradores e acionistas e entre controladores e acionistas minoritários, diversos países-alvos procuram proteger os grupos não acionistas (credores e/ou empregados) em fusões e outras mudanças organizacionais.

7.4.3.1 A proteção dos credores

Como observamos no Capítulo 5, os países europeus, o Japão e o Brasil são em geral mais favoráveis aos credores do que os Estados Unidos.[142] Seguindo essa tradição, esses países oferecem proteção especial aos credores quando as companhias passam por fusões, incorporações e mudanças organizacionais similares. O direito brasileiro chega a conceder aos credores prejudicados pela incorporação ou fusão o direito formal de pedir sua anulação dentro de 60 dias.[143] Embora os credores não tenham o poder de impedir fusões ou incorporações na União Europeia ou no Japão, eles têm o direito de exigir salvaguardas adequadas quando a fusão ou incorporação colocar seus direitos em risco.[144] Essas salvaguardas costumam incluir a exigência de que seus direitos sejam assegurados pela companhia sobrevivente ou emergente ou que sejam atendidos antes da fusão ou incorporação, o que pode funcionar como desincentivo significativo à fusão ou incorporação.[145]

7.4.3.2 A proteção dos empregados

Há duas questões principais aqui. A primeira é em que grau os empregados têm "voz" (seja por negociação coletiva seja por normas jurídicas que preveem conselhos de trabalhadores ou representação no

---

[141] Seção 9.1.2.7.
[142] Ver Seção 5.4.
[143] BRASIL. Lei das Sociedades por Ações, Art. 232.
[144] Ver UNIÃO EUROPEIA. Terceira Diretiva, nota 79 supra, Art. 13.
[145] ALEMANHA. Umwandlungsgesetz, § 22 (AktG, § 321 com efeito semelhante); JAPÃO. Companies Act, Arts. 789, 799 e 810.

Anatomia 16x23 ET03.indd 364 29/08/2018 18:50

conselho) na decisão de fusão ou incorporação e em que grau esses arranjos de decisão serão transferidos à companhia resultante. Isso se relaciona com o provável impacto da fusão ou incorporação, seja de forma imediata, seja no futuro, sobre a evolução das condições de emprego e a disponibilidade de oportunidades de trabalho e promoção. A segunda questão é se os empregados têm a opção de transferir suas condições de emprego existentes (que, dependendo da situação, podem estar contidas num acordo coletivo ou num contrato individual de trabalho), incluindo arranjos de decisão, à companhia resultante da fusão ou incorporação.

Mecanismos que dão voz aos trabalhadores podem ser proporcionados por disposições gerais de governança relacionadas, por exemplo, à representação dos empregados no conselho, como discutido no Capítulo 4, ou podem ser introduzidos por meio de um mecanismo independente do conselho, que se aplica somente a certas categorias de decisão societária. Aqui, o direito da União Europeia adota uma posição forte. Quanto à transferência do negócio (de que a fusão ou incorporação é exemplo por excelência), a Diretiva relativa aos direitos adquiridos[146] exige a consulta por parte da vendedora e da compradora como empregadores aos representantes dos empregados (sindicalizados ou não) antes da transferência do negócio. O foco da consulta são as implicações da fusão ou incorporação para os empregados.[147] Dado o procedimento solene e público da fusão ou incorporação (apresentação do protocolo de fusão ou incorporação, seu registro público, relatório de especialistas, assembleia dos acionistas), o enquadramento de uma consulta aos representantes dos empregados nesse cronograma normalmente não representa uma exigência excessivamente complicada.[148]

---

[146] UNIÃO EUROPEIA. Diretiva 2001/23/CE, relativa à aproximação das legislações dos Estados-Membros respeitantes à manutenção dos direitos dos trabalhadores em caso de transferência de empresas ou de estabelecimentos, ou de partes de empresas ou de estabelecimentos, Cap. III.

[147] Ibid., Art. 7 ("consequências jurídicas, econômicas e sociais da transferência para os trabalhadores" e "medidas previstas em relação aos trabalhadores"; mas o empregador também deve anunciar os "motivos da transferência"). Em certos Estados-membros, como por exemplo a França, os representantes dos empregados têm direitos mais extensos de examinar as razões empresariais para a transferência (Code du Travail, Art. L. 2323-19).

[148] Contudo, para a análise de um caso em que a transferência do negócio (sem fusão ou incorporação) para uma de duas adquirentes concorrentes foi

Anatomia 16x23 ET03.indd 365 29/08/2018 18:50

O direito dos Estados Unidos é mais cauteloso. Não há um dever geral de consulta às companhias vendedoras ou compradoras. Se os empregados de ambas as companhias envolvidas na fusão ou incorporação forem sindicalizados, os efeitos da fusão ou incorporação serão obrigatoriamente objeto de negociação. Se os empregados de uma companhia forem sindicalizados e os da outra não, a única maneira de implementar a fusão ou incorporação é estruturar as companhias como subsidiárias separadas, porque o componente sindicalizado tem direitos de negociação que podem obstar qualquer integração razoável da operação.

A qualidade dos mecanismos de voz ou de participação após a fusão ou incorporação normalmente depende das regras que se aplicam à companhia sobrevivente ou emergente. Esse tem sido um problema recorrente nas fusões entre países da União Europeia, já que as exigências de participação, especialmente em termos de representação no conselho, variam significativamente de um Estado-membro a outro. Discutimos essa questão em detalhe na Seção 7.5. Para fusões ou incorporações puramente nacionais, a Diretiva relativa aos direitos adquiridos tem uma disposição limitada que preserva, após a transferência, os arranjos de participação que existiam na vendedora.[149] Porém, como na maioria dos Estados-membros a participação dos empregados no âmbito da empresa ou estabelecimento é objeto de exigência legal, as regras aplicáveis à companhia sobrevivente ou emergente conduzirão à cobertura do negócio transferido por arranjos de participação equivalentes.

Mais uma vez, o direito dos Estados Unidos só preserva arranjos de participação envolvendo companhias cujos empregados são sindicalizados. Quando o negócio é transferido por fusão, incorporação ou venda de ações, tanto o acordo coletivo quanto o dever legal de negociar são transferidos automaticamente. Por outro lado, quando o negócio é transferido por alienação do estabelecimento e recontratação de empregados, o acordo coletivo só é transferido quando o adquirente

---

significativamente influenciada pelo dever de consulta (a venda da BMW de grande parte dos seus bens no Reino Unido em 2000), ver: ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. The Rover Case: Bargaining in the Shadow of TUPE. *Industrial Law Journal*, v. 29, n. 4, p. 395-402, 2000.

[149] UNIÃO EUROPEIA. Diretiva 2001/23/CE, nota 146 supra, Art. 6. Isso só acontece se (a) o empreendimento transferido "mantiver a sua autonomia" e (b) "as condições necessárias para uma nova designação de representantes" depois da transferência não forem atendidas.

Anatomia 16x23 ET03.indd 366 29/08/2018 18:50

o adotar explícita ou implicitamente, enquanto a presunção de "apoio continuado da maioria" (*continued majority support*) e o dever legal correlato de negociar são transferidos quando mais de 50% dos empregados do adquirente do estabelecimento (na unidade relevante) tiverem trabalhado para o vendedor.[150]

Quanto ao segundo ponto – proteção dos direitos adquiridos –, o mecanismo de "sucessão universal" do procedimento legal de fusão ou incorporação pode servir para transferir os direitos individuais dos empregados à entidade sobrevivente ou emergente.[151] Em qualquer caso, a Diretiva da União Europeia exige que, numa transferência de negócio, os contratos de trabalho dos trabalhadores empregados na companhia vendedora sejam automaticamente transferidos de forma inalterada à entidade sobrevivente ou emergente.[152] Essa Diretiva também torna o fato da transferência um motivo inaceitável para demissão. Essas duas regras fazem incidir sobre o empregador comprador o ônus de qualquer compensação subsequente por demissões, mas normalmente isso pode ser permitido no preço pago pelo negócio da vendedora. A regra mais problemática sob uma perspectiva econômica é a de que os empregados transferidos que permanecerem no cargo também mantêm os termos e condições de emprego preexistentes. Isso torna difícil para a compradora integrar os empregados transferidos numa estrutura comum de termos e condições de emprego para o conjunto dos seus empregados, já que até mesmo as mudanças negociadas subsequentemente pela compradora com os representantes dos empregados correm o risco de questionamento jurídico.

Por outro lado, os Estados Unidos aderem à doutrina de *common law* da natureza pessoal do contrato de serviço[153] e não preveem a transferência automática do contrato de trabalho na área não sindicalizada. Até na área sindicalizada a mesma abordagem influencia a inter-

---

[150] ROCK, Edward B.; WACHTER, Michael L. Labor Law Successorship: A Corporate Law Approach. *Michigan Law Review*, v. 92, n. 2, p. 203-260, 1993. p. 212-232.

[151] Embora no Reino Unido os tribunais tenham declarado que a transferência legal automática de contratos de emprego é incompatível com a natureza pessoal da relação neles incorporada: ver *Nokes v. Doncaster Amalgamated Collieries Ltd* (1940) AC 1014, HL.

[152] UNIÃO EUROPEIA. Diretiva 2001/23/CE, nota 146 supra, Cap. II, que substitui uma diretiva anterior de 1977.

[153] Ver texto a que se refere a nota 151 supra.

Anatomia 16x23 ET03.indd 367 29/08/2018 18:50

pretação judicial do National Labor Relations Act. Em que medida os termos e condições negociados coletivamente serão transferidos para o empregador comprador depende da forma da operação, como descrito acima.[154]

7.4.4 Cisões societárias

Uma cisão societária é o inverso negocial da fusão ou incorporação: ela divide os ativos e passivos de uma única companhia em duas ou mais companhias sobreviventes, uma das quais pode ser a própria companhia cindida.[155]

Porém, apesar das semelhanças lógicas entre fusões e incorporações, de um lado, e cisões, de outro, os países diferem ao decidir se estas serão reguladas tão detidamente quanto as fusões ou incorporações. Os Estados Unidos somente disciplinam as cisões de forma *ad hoc* quando há oportunismo ou quando a companhia vende todos os seus bens ou parte substancial deles; o Japão disciplina as cisões superficialmente.[156] À primeira vista, a União Europeia é diferente. As disposições da Sexta Diretiva de Direito Societário[157] que disciplinam as cisões são praticamente um espelho da Terceira Diretiva que trata das fusões e incorporações, incluindo as respectivas disposições acerca da proteção dos minoritários e credores. Na prática, porém, os Estados-membros não investigam as cisões tão minuciosamente quanto as fusões ou incorporações, de modo que o alcance de tais exigências detalhadas pode ser evitado.[158]

Até mesmo quando as regras de cisão se aplicam, os acionistas europeus recebem menos proteção do que na situação inversa, a da fusão ou incorporação. Suspeitamos que a razão esteja nas características

---

[154] ROCK e WACHTER, nota 150 supra; ESTADOS UNIDOS. *Howard Johnson Co. v. Detroit Local Joint Executive* Bd 417 United States Reports 249 (1974).

[155] Uma cisão societária não deve ser confundida com a criação de uma subsidiária: enquanto nessa última a empresa também se divide em duas entidades, naquela a entidade dividida não detém ações da companhia recém-constituída ou emitidas por outra companhia em troca de bens da companhia.

[156] Ver JAPÃO. Companies Act, Arts. 783, 784, 795, 796, 804, e 805.

[157] UNIÃO EUROPEIA. Sexta Diretiva, nota 104 supra.

[158] Por exemplo, uma transferência individual de bens e dívidas fica fora do regime de cisões.

Anatomia 16x23 ET03.indd 368 29/08/2018 18:50