

"A QUARTIER LATIN teve o mérito de dar início a uma nova fase, na apresentação gráfica dos livros jurídicos, quebrando a frieza das capas neutras e trocando-as por edições artísticas. Seu pioneirismo impactou de tal forma o setor, que inúmeras Editoras seguiram seu modelo."

IVES GANDRA DA SILVA MARTINS

Editora Quartier Latin do Brasil

Empresa Brasileira, fundada em 20 de novembro de 2001

Rua Santo Amaro, 316 - CEP 01315-000

Vendas: Fone (11) 3101-5780

Email: quartierlatin@quartierlatin.art.br

Site: www.quartierlatin.art.br

Coordenação:

RODRIGO R. MONTEIRO DE CASTRO

Advogado em São Paulo. Presidente do IDSA. Mestre em Direito Comercial pela PUC/SP. Diretor e conselheiro do MDA – Movimento de Defesa da Advocacia

LUÍS ANDRÉ N. DE MOURA AZEVEDO

Advogado em São Paulo. Mestrando em Direito Comercial (USP). Especialista em Direito Societário (EDESPP/GV). Professor e Assistente de Coordenação de Cursos da GYLAW (EDESPP/GV). Diretor do IDSA

PODER DE CONTROLE E OUTROS TEMAS DE DIREITO SOCIETÁRIO E MERCADO DE CAPITAIS

Editora Quartier Latin do Brasil

São Paulo, outono de 2010

quartierlatin@quartierlatin.art.br

www.quartierlatin.art.br

nea é melhor e mais eficiente do que a regulação imposta. Se o papel do Direito não é criar um padrão de comportamento único para todos, mas, sim, a correta estrutura de incentivos para que empresas que minimizam potenciais erros (ou danos) sejam efetivamente recompensadas, o argumento favorável à RSC, do ponto de vista do regulador, é que se pode conseguir melhores resultados praticando RSC do que sem a sua prática.

Muitos criticam tal visão. Por exemplo, será que as empresas não praticam RSC para driblar a legislação? Qual é a abrangência da ação voluntária x obrigação legal? Como se dão as razões de *enforcement*, em especial internacionalmente? Mais uma vez, o tema da assimetria informacional volta a ocupar um espaço predominante na análise. Por um lado, faltam mecanismos institucionais para transformar RSC em políticas (e não apenas em voluntarismo). Por outro, mesmo que seja verdade que uma *soft law* possa preencher melhor o papel do incentivo do que uma regulação imposta, o regulador, em geral, detém muito menos informação e capacidade de monitoramento do que pode se supor.

Em apertada síntese, a conclusão deste breve artigo é que há menos essência em RSC do que os apoiadores querem crer, mas ainda o grande segredo são as instituições. Instituições fazem toda a diferença, mas dependem também de fortes competências técnicas e comerciais. Conclui a revista *The Economist*, quando se indaga sobre a eficácia de RSC: "It is the interaction between a company's principles and its commercial competence that shapes the kind of business it will be. A company that is weak on both values and commercial competence is simply a bad business. One that has strong values but is badly run, without proper attention to translating values into profits, will plainly not do well. In contrast, a company that is highly competent commercially but does not bother with corporate responsibility may work just fine, but it could also prove increasingly risky. Lastly, a combination of a strong commitment to CSR and strong commercial competence gives a good chance of success"⁸.

8 Tradução Livre do Autor: "É a interação entre os princípios de uma companhia e a sua competência comercial que dá forma ao tipo de negócio que é. Uma companhia que é fraca tanto em valores quanto em competências comerciais simplesmente é um negócio ruim. Uma que tem fortes valores, mas é mal administrada, sem a atenção devida ao traduzir valores em lucros, certamente não se sairá bem. Ao contrário, uma companhia que é altamente competente comercialmente que simplesmente não liga para RSC pode se dar bem, mas pode também se provar crescentemente arriscada. Finalmente, a combinação de um compromisso ao RSC e fortes competências comerciais dão uma boa chance de sucesso."

Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário

Eduardo Secchi Munhoz

Professor Doutor da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

1. INTRODUÇÃO

Este artigo tem por objetivo analisar a regulação das transferências de controle nas sociedades anônimas que não possuem controlador majoritário, e busca também destacar a importância de o direito societário brasileiro endereçar soluções adequadas para uma realidade anteriormente inexistente, mas que parece ter detido raízes de modo irreversível nos últimos anos: as modificações de controle em companhias com controle minoritário ou sem acionista controlador.

Para a abordagem aqui adotada é irrelevante classificar as operações como envolvendo, ou não, alienação do poder de controle. Há três formas básicas que conduzem à modificação do poder de controle: (i) aquisição das ações daqueles que integram o bloco de controle (única que claramente pode ser conceituada como hipótese de alienação do poder de controle); (ii) aquisições sucessivas de ações em bolsa de valores (escalada); e (iii) aquisição mediante oferta pública dirigida ao conjunto de acionistas, com a concordância do controlador minoritário (se houver) e dos administradores (aquisições amigáveis), ou sem a concordância destes (aquisições hostis)¹.

São consideradas neste artigo todas as operações que implicam mudança da titularidade do poder de controle, seja tal modificação resultando de um negócio de alienação como também de aquisição originária. Essa é uma — dentre tantas outras — das distinções fundamentais a serem estabelecidas entre o regime jurídico a ser endereçado às transferências de controle em companhias com controlador majoritário e em companhias com controle minoritário ou sem acionista controlador.

O art. 254-A da Lei 6.404/1976² disciplina apenas os negócios de alienação do poder de controle. Este artigo procura demonstrar que esse dispositivo, já bastante debatido pela doutrina e pela jurisprudência, pode ser adequado para regular a transferência de controle em sistema de capital concentrado, mas certamente não o é para cuidar dos problemas suscitados pelo mercado de controle acionário em sistema de capital disperso.

A exposição está organizada da seguinte forma: a parte II cuida da tendência de transformação do padrão de propriedade do capital em companhias

listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), identificando-se sociedades com controle minoritário ou mesmo sem acionista controlador. São apontadas evidências empíricas de que essa transformação da estrutura da propriedade do capital torna possível operações de modificação do poder de controle a partir de ofertas apresentadas por terceiros ao controlador minoritário, aos administradores ou mesmo diretamente ao conjunto de acionistas (ofertas amigáveis ou hostis).

A parte III procura demonstrar que a disciplina jurídica do mercado de controle acionário é um dos campos em que a estrutura da propriedade do capital da companhia exerce influência decisiva. O padrão da propriedade do capital determina a natureza e a diversidade dos problemas relacionados às transferências de controle. São, então, apontados os principais conflitos (ou problemas de agência) nas modificações do controle de companhias em cada uma das estruturas de capital (concentrado e pulverizado). No sistema de capital pulverizado são distinguidas duas modalidades: (i) capital distribuído entre inúmeros acionistas individuais (investidores atomizados, *retail investors*), com elevado grau de dispersão da participação de cada um deles e predominância do absentismo (padrão dominante nos Estados Unidos); e (ii) capital disperso em grau menos intenso, com presença de acionistas (famílias, fundos de pensão, seguradoras, fundos de investimento etc.), com participação significativa e influência ativa nas decisões sobre a condução da empresa (padrão dominante no Reino Unido).

A parte IV analisa, em linhas gerais, os modelos norte-americano e europeu de regulação da matéria. O sistema norte-americano baseia-se em decisão conjunta de administradores e acionistas sobre a proposta de aquisição. Cabe aos administradores, porém, o papel proeminente. Os administradores, no interesse da companhia e dos acionistas, podem adotar medidas defensivas contra ofertas havidas como negativas. O limite para a atuação dos administradores encontra-se nas regras gerais sobre deveres fiduciários, cabendo às cortes norte-americanas julgar os casos de abuso. O sistema europeu, inspirado na Lei do Reino Unido, aloca a decisão sobre a oferta aos acionistas. Cabe a estes autorizar, ou não, a tomada de medidas defensivas pelos administradores. Ademais, confere-se aos acionistas tratamento igualitário e direito de saída mediante a previsão de uma oferta pública obrigatória de aquisição de ações, uma vez atingido um percentual mínimo de participação societária (30%, no Reino Unido).

A parte V cuida da regulação brasileira sobre a matéria que, de acordo com este artigo, é coerente apenas com o sistema de controle concentrado. A

1 *Friendly and hostile take over bids.*

2 *Doravante, referida como Lei das S.A.*

aplicação do art. 254-A e da regra análoga do Regulamento do Novo Mercado ao controle minoritário, além de polêmica, é pouco operacional, conduzindo a soluções indesejadas. Por outro lado, as operações de modificação do controle em companhias desistidas de acionista controlador (ou com controle minoritário, caso afastada a incidência dos referidos dispositivos) ficam sujeitas exclusivamente à solução contratual.

Para responder a essa lacuna regulatória, os estatutos sociais da maioria das sociedades listadas no Novo Mercado da Bovespa contemplam as chamadas cláusulas de proteção à dispersão acionária (ou *poison pills*, ou *pílulas de veneno*).³ Essas cláusulas estatutárias caracterizam-se, em linhas gerais, pela imposição de um dever de lançamento de oferta pública de aquisição de ações ao acionista que atingir um percentual mínimo de participação no capital (normalmente, entre 10% e 35%). É comum que essas pílulas venham acompanhadas de cláusulas que visam a evitar sua modificação ou supressão (usualmente denominadas de cláusulas *petreas*).⁴ As cláusulas *petreas*, em regra, impõem ao acionista que votar a favor da supressão ou da modificação da *poison pill* a obrigação de lançar a oferta pública nela prevista. Será abordada a posição da Comissão de Valores Mobiliários – CVM – a respeito da matéria, expressa no Parecer de Orientação nº 36, de 2009.

Segue-se, então, a avaliação de que essas cláusulas estatutárias, no Brasil, podem contribuir para o entrenchamento do controlador minoritário, ou para comportamentos oportunistas de acionistas titulares de parcela insignificante do capital. O resultado é a imposição de barreiras incomparavelmente elevadas ao funcionamento do mercado de controle acionário, em detrimento da particular e importante função por ele exercida no sistema de capital pulverizado.

Na conclusão, procura-se demonstrar a necessidade de uma resposta regulatória específica para o mercado de controle acionário das companhias sem controlador majoritário, apontando-se as diretrizes que poderiam ser adotadas a respeito da matéria.

3

Essas são as principais designações que têm sido atribuídas a tais cláusulas no Brasil. Embora nenhuma delas seja tecnicamente adequada, para facilitar a referência tais cláusulas serão designadas no presente artigo de *poison pills* ou simplesmente de *pílulas*. Além de constituir designações consagradas pelo mercado, foram utilizadas no Memorando dos diretores Marcos Bazon e Plinio e Cláudio Yazbek que encaminhou o Parecer de Orientação CVM nº 36/2009 a respeito da matéria (disponível em www.cvm.gov.br/portal/infos/0491-0.asp, acesso em outubro de 2009). Para facilitar a referência, serão designadas neste trabalho como *cláusulas petreas*, a exemplo do que ocorre no Memorando relativo ao Parecer de Orientação CVM nº 36/2009, antes referido.

4

Cumprir observar que este artigo apresenta-se sob a forma de um ensaio, objetivando organizar a exposição dos problemas de acordo com uma determinada perspectiva e, a partir dela, apontar possíveis diretrizes para a regulação societária. O tema merece, porém, ser aprofundado em seus diversos aspectos, para o que este artigo poderá servir como um projeto, ou uma hipótese de pesquisa.

II. SOCIEDADES ANÔNIMAS COM CAPITAL PULVERIZADO: UMA REALIDADE BRASILEIRA?

A estrutura da propriedade do capital nas sociedades anônimas brasileiras, sem dúvida, continua a ser marcada pelo controle concentrado. É a realidade dominante nas companhias fechadas, assim como nas companhias abertas listadas no segmento-padrão e nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa. Ao lado dessa realidade, porém, começa a emergir uma outra, caracterizada por maior dispersão do capital. Trata-se das companhias listadas no Novo Mercado da Bovespa, segmento especial de listagem no qual vigora a regra uma ação – um voto (*one share – one vote*).

O mercado de capitais brasileiro observou um impressionante desenvolvimento nos últimos anos⁵ pois o segmento especial de governança corporativa criado pela Bovespa – denominado de Novo Mercado –, num exemplo de sucesso de autorregulação, atraiu um importante número de novas companhias nesse período. Esse movimento parece continuar em marcha, mesmo após o evento da crise econômica mundial de 2008⁶.

Isso sugere uma possível modificação da estrutura da propriedade do capital das sociedades anônimas brasileiras. Uma compreensiva análise sobre a matéria, realizada em 2008 por ÉRICA GORCA⁷, com base em dados de 2006

Em 2006, 26 companhias lançaram valores mobiliários no mercado de capitais, 20 das quais no Novo Mercado; em 2007, foram 64 lançamentos, dos quais 44 no Novo Mercado. Há, atualmente, mais de 100 companhias listadas no Novo Mercado, contra menos de 10 em 2004. Fonte: <http://www.bovespa.com.br/empresas/infotfempresas/AberturaIPORecentes.asp?lit=27>.

Após um período de estagnação decorrente da crise econômica mundial que eclodiu em meados de 2008, já se começa a verificar, a partir do segundo semestre de 2009, a volta de operações de oferta pública de ações no mercado brasileiro. A título ilustrativo, vale mencionar a oferta pública inicial de ações do Banco Santander na bolsa brasileira, que alcançou USD 8,1 bilhões, constituindo-se no maior lançamento ocorrido no mercado mundial em 2009 (até o mês de outubro).

Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries, Cornell Law School Working

e 2007, corrobora essa impressão inicial. Algumas conclusões desse estudo serão utilizadas como base para a análise que se segue.

O trabalho aponta que, em um universo de 92 companhias listadas no Novo Mercado, 65 delas são detidas de controlador majoritário. Nessas companhias, em média, o maior acionista é titular de 26,23% das ações, os três maiores acionistas são titulares de 47,28% das ações e os cinco maiores são titulares de 54,73% das ações. Considerando o universo total de companhias listadas no Novo Mercado, em média, o maior acionista é titular de 36,39% das ações⁸. Trata-se de um surpreendente grau de dispersão acionária para o padrão brasileiro, tradicionalmente classificado como um sistema de controle concentrado⁹.

Esses dados são relativizados pela consideração dos efeitos causados pelos acordos de acionistas, presentes em significativa parcela dessas companhias. O acordo de acionistas, tal como disciplinado pelo art. 118 da Lei das S.A., com eficácia sobre terceiros e capacidade de vincular decisões dos administradores, constitui um poderoso instrumento de organização do poder nas companhias brasileiras, compensando eventual perda decorrente da dispersão acionária.

Ao considerar o efeito dos acordos de acionistas, a pesquisa indica que 20 das 65 companhias anteriormente classificadas como sem acionista controlador, na verdade, possuem um bloco de acionistas que exerce o controle de forma majoritária. Nessas 20 companhias, o bloco de controle é titular em média de 65,27% das ações, ao passo que a participação média do maior acionista, sem considerar o efeito desses acordos, é de apenas 28,06% das ações. Assim, o número de companhias sem controlador majoritário reduziu-se de 65 para 45, do total de 92 listadas no Novo Mercado. A participação média do maior acionista, considerado o efeito dos acordos de acionistas nas 92 companhias pesquisadas, sobe então de 36,39% para 45,25% das ações¹⁰. Ainda assim, é um grau importante de dispersão acionária, sobretudo quando

se toma em consideração o padrão anterior, com níveis de concentração do capital muito mais elevados¹¹.

Quanto à identificação dos principais acionistas das companhias brasileiras, o estudo conclui que a presença de famílias é ainda dominante, observando-se, porém, crescente aumento da participação de investidores estrangeiros (individuais ou institucionais), fundos de pensão, fundos de investimento, bancos etc.¹².

Ao lado do acordo de acionistas, a estruturação do poder nessas companhias baseia-se em outro instituto: as *poison pills*, largamente utilizadas nos estatutos sociais dessas companhias. A principal e mais frequente modalidade de *poison pill* presente nos estatutos sociais das companhias brasileiras sem controlador majoritário é a que impõe ao acionista a obrigação de lançar uma oferta pública para aquisição das ações dos demais, caso atingir a titularidade de um percentual mínimo – normalmente fixado entre 10% e 35% das ações. A aquisição deve dar-se por um preço que contém, usualmente, prêmio significativo em relação à cotação de mercado (da ordem de 20% a 50%)¹³.

De um universo de 84 companhias sem controlador majoritário listadas nos segmentos especiais da BOVESPA (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), ÉRICA GORCA aponta que 47 companhias, ou 56% do total, possuem em seus estatutos sociais *poison pills*, especialmente aquelas da modalidade antes referida¹⁴. O Memorando dos diretores Marcos Barbosa Pinto e Otavio Yazbek (de 14 de abril de 2008), que encaminhou o Parecer de Orientação CVM nº 36/2009, menciona que tais cláusulas estão presentes nos estatutos de 63 companhias, 60 das quais listadas no Novo Mercado¹⁵.

Para reforçar a *poison pill*, diversas companhias contemplem em seus estatutos regras que a protegem contra futuras reformas (as chamadas cláusulas pétreas). A forma mais comum é a de obrigar os acionistas que votarem a favor da supressão ou da modificação a realizar, eles mesmos, a oferta pública prevista na cláusula alterada ou excluída do estatuto.

⁸ *Papers*, setembro de 2008, disponível em <http://scholarship.law.cornell.edu/cisops/papers/42>, acesso em outubro de 2009.

⁹ Érica Gorça, *op. cit.*, p. 27, Tabela 8, p. 86.

¹⁰ Cf. Ricardo P. C. Leal & André Carvalho-da-Silva, *Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)*, outubro de 2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=726261>, acesso em outubro de 2009. Neste estudo, foram pesquisadas aproximadamente 250 companhias brasileiras nos anos de 1998, 2000 e 2002. Concluiu-se que o acionista controlador era titular de mais de 50% das ações em 75% das companhias. Considerando a participação direta dos acionistas, verificou-se que o maior acionista tinha em média 71% das ações com direito a voto.

¹¹ Érica Gorça, *op. cit.*, p. 31-32, Tabela 12, p. 90.

¹² Cf. Ricardo P. C. Leal & André Carvalho-da-Silva, *op. cit.*

¹³ Érica Gorça, *op. cit.*, p. 35 e Tabela 16, p. 93.

¹⁴ O Memorando dos diretores Marcos Barbosa Pinto e Otavio Yazbek, antes referido, menciona que num universo de 59 companhias com *poison pills*, 77,4% delas exigem prêmio. O prêmio é superior a 30% em 30 companhias, das 59 analisadas. Disponível em <www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>, acesso em outubro de 2009.

¹⁵ Érica Gorça, *op. cit.*, p. 47-48 e Tabela 26, p. 103-104.

¹⁶ Disponível em <www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>, acesso em outubro de 2009.

Em suma, os dados empíricos antes destacados permitem concluir que o padrão dominante da propriedade do capital das companhias listadas no Novo Mercado da Bovespa é de controle minoritário, organizado entre os maiores acionistas (famílias, fundos de pensão, bancos e investidores estrangeiros) por meio de acordos de acionistas, e reforçado pela previsão nos estatutos sociais de *poison pill*.

Essa estrutura da propriedade do capital tem suscitado o surgimento de disputas pelo poder de controle acionário, algo jamais visto na experiência do capitalismo brasileiro. Como o controle das sociedades era concentrado, as transferências de controle somente ocorriam mediante negócios jurídicos realizados com o acionista controlador. A tendência de modificação desse quadro pode ser corroborada pelos casos SADA-PERDICAÇÃO, de 2006, e GVT, este em pleno curso no momento em que se escreve este trabalho (artigo de 2009).

O primeiro caracterizou-se pelo lançamento de uma oferta pública de aquisição dirigida pela SADA aos acionistas da PERDICAÇÃO, sem prévia negociação com os maiores acionistas desta sociedade. O controle da PERDICAÇÃO era exercido por um conjunto de fundos de pensão, reunidos em acordo de acionistas, que detinham, no total, aproximadamente 49% das ações com direito a voto da companhia. A oferta foi mal-sucedida, sobretudo em razão da influência decisiva exercida pelos controladores minoritários da PERDICAÇÃO, que registraram os seus termos¹⁶.

O caso GVT parece indicar o caminho contrário. A GVT possui um nível de dispersão do capital bastante mais significativo, se comparada à PERDICAÇÃO. Seu maior acionista é titular de apenas 15% das ações e seus três maiores acionistas são titulares de apenas 30% das ações. Em setembro de 2009, a companhia francesa VIVENDI negociou com os executivos e principais acionistas da GVT, anunciando ao mercado a intenção de adquirir o controle da companhia. A espanhola TELEFONICA, sem prévia negociação com a administração ou com os acionistas da GVT, lançou, então, em outubro de 2009, uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações da companhia-alvo, propondo valor 14,3% superior ao anunciado pela VIVENDI¹⁷. É condi-

ção necessária para a aquisição ofertada pela TELEFONICA a supressão pela assembleia geral da companhia da *poison pill* contida em seu estatuto. A proposta da TELEFONICA pode ser caracterizada como uma oferta hostil (já que não teria sido precedida de negociação com a administração ou principais acionistas da GVT). Ademais, trata-se de uma oferta concorrente, que procura suplantar a oferta anteriormente realizada pela francesa VIVENDI, esta sim precedida de negociação com administradores e principais acionistas da companhia-alvo. Trata-se, portanto, de um caso emblemático da transformação por que passa o mercado de controle acionário das companhias abertas no Brasil.

Diante do surgimento, no Novo Mercado, de um número expressivo de companhias sem controlador majoritário (controle minoritário ou mesmo ausência de acionista controlador) e das evidências empíricas de transformação do mercado de controle acionário, impõe-se o estudo da regulação jurídica em vigor no Brasil a respeito dessas operações.

III. ESTRUTURA DA PROPRIEDADE DO CAPITAL E REGULAÇÃO DO MERCADO DE CONTROLE ACIONÁRIO

A estrutura da propriedade do capital determina as características do mercado de controle acionário e, por consequência, sua regulação. Nesta pon-tado artigo, serão analisados os principais problemas suscitados pela transferência do controle acionário a partir de três diferentes padrões de divisão do capital: (i) capital concentrado (controlador majoritário); (ii) capital pulverizado, marcado pela presença de acionistas individuais atomizados, sem participação ativa nas decisões da empresa (ausência de acionista controlador); e (iii) capital relativamente pulverizado, dada a presença de acionistas titulares de ações relevantes de ações com participação ativa nas decisões da empresa (ausência de acionista controlador ou controlador minoritário).

A. AQUISIÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIAS COM CONTROLADOR

Em uma estrutura de capital concentrado, a transferência do controle acionário depende necessariamente da vontade do acionista controlador. Assim, a disciplina jurídica deve focar no conflito entre controlador e não-controladores.

16 Um bom resumo do caso Sada-Perdigão encontra-se em Enca Corça, *op. cit.*, p. 22 e 24.

17 Cf. *Valor Econômico*, 8.10.2009, p. D1 e D3.

São duas as questões regulatórias centrais¹⁸: (i) partilha do prêmio de controle e direito de saída dos não-controladores (*sharing and exit rule*); e (ii) estímulo às operações de transferência de controle, evitando que o controlador inviabilize operações eficientes do ponto de vista do interesse da companhia, aqui considerado como o do conjunto de acionistas segundo perspectiva de longo prazo. Há duas correntes diametralmente opostas quanto ao tratamento dessas questões:

A primeira parte da ideia de que o prêmio de controle deve ser atribuído exclusivamente ao controlador, porque remunerar os custos extraordinários incorridos por ele ao liderar a condução da atividade empresarial. Os demais acionistas não incidem em tais custos, podendo assumir postura de total abstenção. Por isso, não fazem jus ao sobrevalor atribuído às ações de controle. O controlador deve ser livre, portanto, para vender suas ações e receber o prêmio de controle, o que favorece a frequência com que tais operações são realizadas¹⁹.

De acordo com essa perspectiva, é desnecessária a regulação específica das operações de alienação do controle pelo controlador²⁰. As regras gerais do direito societário que limitam o poder do controlador e estabelecem deveres fiduciários à administração são suficientes para cuidar do problema. Ao evitarem que o controlador obtenha excessivos benefícios privados do controle, tais regras bastam para assegurar que o prêmio de controle mantenha-se em nível equilibrado (custos extras incorridos pelo controlador *versus* valor do prêmio)²¹.

Ainda a justificar a ausência de proteção específica aos não-controladores, está a circunstância de que na alienação do controle majoritário não há

modificação na estrutura da propriedade do capital da companhia²². Antes e depois da alienação do controle o capital divide-se entre um controlador majoritário e acionistas não-controladores.

Uma segunda corrente baseia-se na verificação de que, ante sistemas ineficientes de controle concentrado, nos quais o controlador tem grande capacidade de extrair benefícios privados do controle, o prêmio costuma ser exagerado (desequilibrado em relação aos custos extras incorridos pelo controlador na condução da atividade)²³. Nesse caso, as operações de transferência de controle constituem uma oportunidade adicional de favorecimento do controlador em detrimento dos demais acionistas.

O prêmio do controle é, então, considerado um bem que pertence a todos os acionistas, pois relacionado ao valor intangível da companhia, devendo ser partilhado entre todos (*sharing rule*). Nessa linha, em sistemas ineficientes de controle concentrado, que permitem elevado nível de obtenção de benefícios privados pelo controlador, a divisão do prêmio do controle nas operações de sua alienação contribui para compensar os prejuízos sofridos pelos não-controladores, evitando, ademais, uma nova oportunidade de lesão a seus interesses²⁴.

Essa solução também produz efeitos positivos *ex ante*. Primeiro, porque desestimula o comportamento abusivo do controlador no curso da atividade, ao estabelecer o princípio da divisão igualitária do prêmio do controle no caso de futura alienação. Segundo, porque estimula o investimento no mercado de capitais, mesmo diante de estruturas de controle concentrado, ao oferecer aos não-controladores uma oportunidade de liquidar o valor de seu investimento, recebendo a parte que lhe cabe da valorização das ações da companhia, quando da transferência do controle.

A divisão do prêmio de controle pode ser assegurada por meio da imputação ao controlador-vendedor da obrigação de dividir os resultados da alienação com os demais acionistas ou de compensá-los pelas perdas decorrentes da transferência do controle. Mais comum, porém, é assegurar o tratamento igualitário mediante a imputação de obrigação ao adquirente do controle de

18 Cf. P. Davies e K. Hojy, *Control transactions. The Anatomy of corporate law - a comparative and functional approach*, R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Franks, H. Hansmann, G. Heide, K. Hojy, M. Kanda e E. Rock (autores), second edition, Oxford University Press, 2009, p. 253-255.

19 Em regra, nos Estados Unidos, reconhece-se o direito de o controlador vender livremente suas ações sem dividir o prêmio do controle com os demais acionistas. Esse é o princípio reconhecido pelo American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, 1994, §5.1b. No caso *Harris v. Carter*, 582 A.2d 222, 235 (Del. Ch., 1990), a Corte de Delaware decidiu: "It is a principle of Delaware law that a shareholder has the right to sell his or her stock and in the ordinary course owes no duty in that connection to other shareholders when acting in good faith".

20 A esse respeito, vale conferir: F. Easterbrook e D. Fischel, *Corporate control transactions*, *Yale Law Journal* n° 91, 1982, p. 698; L. Bierstak, *Efficient and inefficient sales of corporate control*, *Quarterly Journal of Economics and Organization* n° 9, 1993, p. 368; R. Gilson e B. Black, *The law and finance of corporate acquisitions*, second edition, University Casebook Series, 1995.

21 Sobre essa visão, confira-se R. Gasson e J. Gasson, *Controlling controlling shareholders*, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, 2003, p. 811-816.

22 Cf. P. Davies e K. Hojy, *Control transactions*, *op. cit.*, p. 258-259.

23 Uma interessante análise empírica sobre prêmios de controle em transações realizadas em diversos países encontra-se em A. Dyck e L. Zingales, *Private benefits of control: an international comparison*, *Journal of Finance* n° 59, (2004), p. 537.

24 Sobre essa visão, cf. R. Gilson e J. Gordon, *Controlling controlling shareholders*, *op. cit.*

lançar oferta pública para aquisição das ações dos não-controladores (*bid rule*). Nesta última hipótese, a regra de divisão (*sharing rule*) vem acompanhada da previsão de um direito de saída (*exit rule*).

Se a regra de oferta de aquisição obrigatória é benéfica em termos de proteção aos não controladores, pode produzir efeitos negativos em relação à segunda questão regulatória central antes referida, qual seja, evitar que sejam inibidas operações de transferência de controle positivas.

Em resumo, em sistemas ineficientes de controle concentrado, a regra de oferta obrigatória pode inibir as operações de transferência de controle pela combinação de três fatores: (i) o controlador somente venderá suas ações por um prêmio desproporcionalmente elevado; (ii) o pagamento desse prêmio aumenta sobremaneira o custo da transação, na medida em que deve ser pago a todos os acionistas; e (iii) o adquirente não poderá compensar o *valor desproporcional* pago a título de prêmio do controle, na medida em que não poderá extrair os mesmos benefícios privados do controle após a aquisição.

Uma estratégia usualmente empregada para atenuar os custos da *mandatory bid rule* é estabelecer preços distintos para as ações de controle e as ações dos demais acionistas. Por exemplo, as ações dos acionistas não controladores devem ser adquiridas por valor equivalente a 80% do preço pago pelas ações do controlador²⁵.

Depreende-se, portanto, que a regra de oferta obrigatória em operações de alienação de controle em sistema de controle concentrado não deve ser vista como panaceia para solução dos problemas de conflito entre controlador e não-controladores. Muito embora atenda ao princípio do tratamento igualitário, pode, ainda outra parte, inibir a ocorrência de operações de transferência de controle, ainda que sejam eficientes para o conjunto de acionistas, em perspectiva de longo prazo. O desestímulo à ocorrência desse tipo de transação constitui um fator adicional de lesão ao interesse dos não-controladores, na medida em que podem ficar aprisionados em companhias dominadas por controladores ineficientes. A oferta obrigatória, portanto, não elimina a necessidade, mas, pelo contrário, exige a presença de regras eficientes de monitoramento do controlador.

O direito de saída conferido aos não controladores pode ser justificado, ainda, pela constatação de que é muito difícil prever antecipadamente os efei-

tos que a transferência de controle produzirá sobre a companhia. Se é verdade que a alienação do controle majoritário não modifica a estrutura da propriedade do capital, a mudança do controlador, por outro lado, pode sem dúvida modificar a forma pela qual tal poder é exercido²⁶. É possível, por exemplo, que a companhia passe a integrar, como controlada, um grupo de sociedades e, dessa forma, seja conduzida em consonância com o interesse grupal e não mais com o seu interesse específico; é possível ainda que a política adotada pelo novo controlador seja completamente diversa da seguida pelo anterior, sendo avaliada como prejudicial aos interesses específicos dos não-controladores ou da companhia como um todo.

Nessa linha, a dificuldade de prever *ex ante* os efeitos da mudança de controle, combinada com a ineficiência das regras gerais do direito societário para monitorar o comportamento do controlador, tornariam recomendável a adoção da regra de oferta pública obrigatória, como proteção necessária aos não-controladores²⁷.

O modelo antes descrito é adotado de forma dominante no continente europeu e também no Brasil, países nos quais predomina o sistema de controle concentrado. Baseia-se fundamentalmente na imputação ao adquirente do controle da obrigação de lançar oferta pública para aquisição das ações dos demais acionistas pelo mesmo valor pago pelas ações do controlador-vendedor, ou por fração desse valor.

B. AQUISIÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIAS COM CAPITAL PULVERIZADO

A transferência do controle de companhias com capital pulverizado assume contornos muito distintos daqueles abordados no tópico anterior.

O mercado de controle acionário exerce função relevante nos sistemas de capital pulverizado. O funcionamento eficiente desse mercado é geralmente visto como instrumento de monitoramento da administração, reduzindo os custos de agência nas relações entre acionistas e administradores. As companhias com administração ineficiente, em estruturas de capital pulverizado, podem ser alvo de ofertas hostis de aquisição. A proposta de aquisição baseia-se na percep-

²⁵ P. Davies e K. Hopf, *Control transactions*, op. cit., p. 258-259.

²⁷ P. Davies e K. Hopf, *Control transactions*, op. cit., p. 258-259.

ção do adquirente de que, sob sua administração, a empresa será mais eficiente. A mera possibilidade da oferta é suficiente para impor aos administradores uma constante pressão por eficiência, em benefício dos acionistas. De outra parte, a excessiva limitação das transferências de controle acionário, mediante o emprego de mecanismos de defesa contra a oferta, é particularmente negativa, por acarretar significativo aumento dos custos de agências²⁸.

Além disso, as transferências de controle acionário oferecem aos acionistas uma oportunidade de liquidez, ou seja, de receber em valores líquidos a importância correspondente à sua participação, apreendendo, assim, os ganhos decorrentes da valorização das ações da companhia. Essa oportunidade de saída a preço compensatório contribui para o incremento do volume de recursos disponíveis para investimento no mercado de capitais.

Uma característica importante das transferências de controle no sistema de capital pulverizado decorre do fato de que, nele, o controle da sociedade é exercido pela administração. Assim, embora a transferência da titularidade das ações decorra de um negócio realizado entre acionistas e adquirente, o controle transfere-se dos administradores para o adquirente. Essa dissociação entre as partes do negócio de transferência de ações (acionistas e adquirente) e as partes envolvidas na transferência do controle (administração da companhia-alvo e adquirente) enseja problemáticas de conflito (ou de agência) peculiares²⁹.

O eixo da disciplina deve estar no conflito entre (i) acionistas e administração e entre (ii) acionistas e adquirente. Não podem deixar de ser considerados, ainda, os interesses dos demais *stakeholders* (v.g., trabalhadores, consumidores, fornecedores, comunidade local, economia nacional)³⁰.

Uma oferta de aquisição de controle pode ser vista como positiva pelos acionistas, mas negativa pela administração. Ainda que o valor ofertado pareça interessante aos acionistas, os administradores podem resistir à oferta pelo risco

de perderem seu trabalho e todos os benefícios daí decorrentes. Nesse contexto, as medidas defensivas adotadas pela administração contra ofertas dirigidas aos acionistas podem pautar-se não pela proteção do interesse da companhia³¹, mas pelo interesse pessoal dos administradores de se manterem nos cargos.

É também possível que uma oferta desvantajosa para os acionistas seja apoiada pelos administradores, em razão de benefícios pessoais por eles obtidos com a operação (v.g., os administradores podem integrar o bloco de controle após a aquisição – *Management Buy Out* – MBO, ou receberem remuneração atrelada ao fechamento do negócio)³².

Já na relação acionistas-adquirente verifica-se sério problema de coordenação dos primeiros. A dificuldade de coordenação dos acionistas frente à oferta recebida decorre, primeiramente, da assimetria de informações. Os *acionistas-investidores*, titulares de pequenas participações individuais na companhia, em regra, não detêm conhecimento técnico, nem têm acesso ao conjunto de informações necessário à adequada avaliação da oferta.

Além disso, a oferta pode apresentar fortes características de coerção³³. Isso ocorre sobretudo quando o adquirente formula sua oferta de modo a pagar preços mais elevados àqueles que primeiro aderirem, ou ainda a estabelecer desvantagem para os que decidirem permanecer na companhia. Um exemplo dessa possibilidade de coerção é o da oferta apresentada nos seguintes termos: promessa de pagamento de um valor X pelas ações para os acionistas que aderirem no prazo inicial; previsão de futura incorporação da companhia com a fixação da relação de troca das ações dos acionistas que permaneceram em valor equivalente a meio X. Nessa hipótese, os efeitos coercitivos da oferta são patentes, pois os acionistas que não aderem à oferta, no momento seguinte, recebem valor muito inferior na operação de incorporação. A possibilidade de formulação de ofertas coercitivas pode submeter os acionistas a situações semelhantes ao dilema do prisioneiro, levando-os a tomar uma decisão que não seria a melhor, se houvesse possibilidade de coordenação.

28 L. Bebchuk, *Efficient and inefficient sales of corporate control*, *op. cit.*, p. 957.

29 P. Davies e K. Hoop, *Control transactions*, *op. cit.*, p. 228.

30 O interesse dos *stakeholders* não será abordado neste artigo, demandando estudo específico. Vale observar, porém, que as operações de *takeover* afetam ao centro do debate os interesses dos *stakeholders*, constituindo uma das situações em que estes podem e devem ser considerados para efeito da decisão sobre a oferta. São exemplo disso a *regra do offer constituents* – adotada na lei e aplicada pelos tribunais de alguns estados norte-americanos – e a preocupação alemã em conferir poder de decisão sobre as ofertas ao órgão de administração do qual participam os trabalhadores.

31 Entendido como interesse do conjunto de acionistas segundo perspectiva de longo prazo.

32 Sobre os conflitos entre administradores e acionistas, cf. L. Bebchuk, *The case against board veto in corporate takeovers*, *The University of Chicago Law Review* nº 69, 2002, p. 973-1035.

33 Cf. L. Bebchuk, *The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy*, *Delaware Journal of Corporate Law* nº 12, 1987, p. 911-949.

Dai a importância da atuação dos administradores na negociação da oferta.

Os administradores, atuando no interesse dos acionistas, corrigem os problemas de coordenação, buscando a solução ótima para todos. Esse papel de coordenação em benefício dos acionistas é que justifica a atribuição aos administradores do poder de adotar medidas defensivas contra ofertas de aquisição do controle, como ocorre no direito norte-americano. Essa solução, porém, deve ser ponderada pela possibilidade, anteriormente destacada, de os administradores atuarem de acordo com seus interesses pessoais, e não com o interesse do conjunto de acionistas. Nesse caso, as medidas defensivas não teriam como objetivo defender os acionistas de ofertas desvantajosas, corrigindo os problemas de coordenação, mas simplesmente o de garantir benefício pessoal aos administradores mediante sua manutenção nos respectivos cargos³⁴.

Para solucionar o problema de coordenação dos acionistas, algumas técnicas têm sido utilizadas. Podem ser destacadas: (i) regime especial de transparência e de ampla divulgação das informações da companhia, no curso da oferta; (ii) nomeação de administradores independentes ou de terceiros independentes para analisar tecnicamente a oferta, apresentando suas conclusões aos acionistas; (iii) possibilidade de os acionistas afastarem ou substituírem os administradores³⁵. As técnicas mais importantes, porém, são as que garantem igualdade de tratamento entre os acionistas e/ou direito de saída.

O principal fator de coerção das ofertas de aquisição é, sem dúvida, a possibilidade de dispensar tratamento diferenciado aos acionistas³⁶. Assim, ao garantir-se o tratamento igualitário, reduz-se significativamente o efeito coercitivo da oferta e, por consequência, o problema de coordenação. O tratamento igualitário pode ser assegurado por regras que obriguem o adquirente a pagar, a todos os acionistas (observadas as eventuais diferenças de classe), preço uniforme por ação. Para garantir tratamento igualitário, é preciso que a regra discipli-

ne o preço das aquisições realizadas dentro da oferta, mas também fora dela (no período imediatamente anterior ou posterior)³⁷.

Mais polêmica e radical é a técnica de reconhecer direito de saída aos acionistas na hipótese de transferência do controle de companhia de capital pulverizado. Tal direito se concretiza pela imposição ao adquirente da obrigação de adquirir a totalidade das ações (oferta pública obrigatória, ou *mandatory bid rule*) da companhia-alvo. Não são admitidas ofertas parciais para aquisição de ações, como ocorreria pela aplicação exclusiva da regra de tratamento igualitário antes analisada. São duas as principais justificativas geralmente apresentadas para o reconhecimento do direito de saída.

A ausência da regra de oferta pública obrigatória pela totalidade das ações permite ao adquirente pressionar os acionistas a aceitar os termos de sua proposta inicial, pela consideração de que, após adquirido o controle, somente terá disposição para novas aquisições por valor menos elevado. Ao exigir-se a aquisição da totalidade das ações, elimina-se esse efeito coercitivo da oferta e o problema de coordenação dos acionistas a ele associado. Contra esse argumento, pode-se sustentar que, sendo a transferência de controle positiva para a companhia (*value-increasing bid*), aumentando o valor de suas ações, seria desnecessário assegurar direito de saída. Isso porque os acionistas que permanecem na companhia se beneficiam desse aumento, ainda que o adquirente não esteja disposto a novas aquisições. Como observado no ponto anterior, porém, é muito difícil estabelecer *ex ante* se a transferência do controle gerará aumento ou diminuição do valor da companhia (ou seja, se se está diante de uma *value-increasing* ou *value-decreasing bid*)³⁸.

Ainda que a transferência do controle aumente o valor da companhia, a regra de oferta obrigatória pela totalidade das ações se justificaria, porque nada garante que os não-controladores apreenderiam a parcela que lhes corresponde dessa riqueza adicionada. A aquisição das ações modifica substancialmente a estrutura da propriedade do capital da companhia, que passa de capital pulverizado para de controle concentrado. Nessa estrutura, o adquirente pode extrair

34 Sobre a experiência norte-americana, a partir da orientação adotada pela Corte de Delaware, é interessante o debate entre o professor Gilson e o advogado M. Lipson. Cf. R. Gilson, *Unocal fifteen years later (and what we can do about it)*, *Delaware Journal of Corporate Law*, nº 26, 2001, p. 491-513; M. Lipson, *Pills, pills and professors: a reply to professor Gilson*, *Delaware Journal of Corporate Law*, nº 27, 2002, p. 1-55.

35 K. Hoop, *Control transactions*, op. cit., p. 248-256.

36 Essa previsão é necessária em legislações que limitam o poder de os acionistas substituírem os administradores, o que não é o caso da lei acionária brasileira.

37 L. Seibchuk, *Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers*, *Harvard Law Review*, nº 98, 1985, p. 1693-1808.

38 Um exemplo de regra desse tipo é a constante do item 8.2(iii) do Regulamento do Novo Mercado da Bovespa, pela qual o adquirente do controle deve ressarir os acionistas que tiverem vendido ações em Bolsa por valor inferior ao pago ao controlador, nos 6 meses anteriores à alienação do controle.

K. Hoop, *Control Transactions*, op. cit., p. 252-253.

benefícios privados do controle, em detrimento dos não-controladores. A existência de oferta obrigatória pela totalidade das ações previne, portanto, os conflitos entre controlador e não controladores, os quais nem sempre são bem solucionados pelas regras gerais do direito societário. Os não-controladores teriam, assim, direito de retirar-se da companhia em função da modificação da estrutura da propriedade do capital, optando por não participar de uma sociedade com controle concentrado.

A imposição da oferta pública obrigatória pela totalidade das ações, porém, produz, o efeito negativo de aumentar o custo das operações de transferência do controle, reduzindo a frequência dessas operações, em detrimento da sua função indutora de eficiência nas companhias de capital pulverizado, de que antes se cuidou. O *tradeoff* dos efeitos positivos e dos custos da *mandatory bid rule* tem sido, ao que tudo indica, considerado positivo, dada a difusão da regra por diversos países. Como se verá, a oferta obrigatória pela totalidade das ações pode ser considerada como o elemento central da política de regulação do mercado de controle acionário adotada pela União Europeia, na Diretiva sobre *Takeover*⁴⁰. Afasta-se dessa orientação, porém, o direito norte-americano, que recusa, em geral, a incidência dessa regra⁴¹.

Para amenizar os efeitos negativos decorrentes da oferta pública obrigatória pela totalidade das ações, é comum que a lei societária estabeleça limites para a fixação do preço ou mesmo hipóteses em que sua aplicação é excepcionada. Quanto ao preço, a preocupação é evitar a adoção de valores desarrastados, que aumentem excessivamente os custos da transferência de controle, terminando por impor barreiras muito elevadas para sua realização. Quanto às hipóteses de exceção, justificam-se pelos mais variados motivos. A própria Diretiva europeia permite que os países estabeleçam tais exceções, como é o caso da Suíça, cuja lei confere aos acionistas o direito de optar pela aplicação da regra em sua forma integral ou modificada (*v.g.*, permissão de oferta parcial)⁴².

C. AQUISIÇÃO DO CONTROLE DE COMPANHIAS COM CAPITAL RELATIVAMENTE PULVERIZADO

A literatura, ao cuidar da regulação do mercado de controle acionário, não costuma estabelecer a distinção ora proposta entre companhias com capital pulverizado (ou intensamente pulverizado) e companhias com capital relativamente pulverizado⁴³. Defende-se a utilidade dessa diferenciação, porque as transferências de controle de companhias com capital relativamente pulverizado suscitam problemas específicos, a exigir soluções próprias da disciplina jurídica.

Para efeito deste artigo, são classificadas como companhias de capital relativamente pulverizado as que apresentam determinado grau de dispersão, mas que se caracterizam pela presença de acionistas que, pela titularidade de parcelas significativas do capital, têm capacidade de atuar (individualmente ou em conjunto) de forma ativa e decisiva nas decisões empresariais. É o caso clássico das companhias com controle minoritário⁴⁴. Também incluem-se nessa classificação, porém, companhias sem acionista controlador (dada a ausência de um grupo capaz de prevalecer nas deliberações sociais com um mínimo de estabilidade), mas compostas por grupos amantes de acionistas, capazes de influenciar de modo relevante a administração.

Essa estrutura da propriedade do capital afasta-se da companhia com capital intensamente pulverizado (paradigma do seminal estudo de BERLE e MEANS⁴⁵), de que se cuidou no item anterior. Esta é composta por acionistas atomizados e incapazes de exercer influência relevante sobre a administração, constituindo a forma dominante nas grandes corporações norte-americanas. A presença de acionistas com influência relevante (caracterizando controle minoritário, ou não) modifica o quadro descrito no tópico anterior quanto aos problemas de conflito de interesses nas transferências de controle.

Havendo controlador minoritário, a transferência do controle não ocorre dos administradores para o adquirente, como nas companhias de capital

40 Sobre a experiência europeia, cf. *Reforming company and takeover law in Europe*, C. Ferrarini, K. Hopf, J. Wintner e E. Wymeersch (orgs.), Oxford University Press, 2004.

41 Cf. J. Armour e D. Skeel Jr., *Who writes the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of US and UK takeover regulation*, *Georgetown Law Journal* n.º 95, 2007, p. 1727-1794; M. Vannuzzo, *The thirteenth directive and the contrasts between european and U.S. takeover regulation: different (regulatory) means, not so different (political and economic) ends?*, *Texas International Law Journal* n.º 41, 2006, p. 171-221.

42 Cf. K. Hopf, *Control transactions*, *op. cit.*, p. 254-255.

43 Apontando as diferenças entre a estrutura da propriedade das companhias norte-americanas e inglesas, a partir da presença nestas de acionistas institucionais com maior participação no capital e, portanto, também maior capacidade de coordenação, cf. P. Davies, *Shareholder value, company law and securities markets law: a British view*, *Capital markets and company law*, K. Hopf e E. Wymeersch (eds.), Oxford University Press, 2003, p. 270-271.

44 Ou controle de fato, como prefere sobretudo a doutrina europeia.

45 BERLE e MEANS, *The modern corporation and private property*, second edition, New York: Harcourt, Brace and World, 1967.

intensamente pulverizado, mas do acionista controlador minoritário para o adquirente. O controlador minoritário, portanto, exerce papel fundamental nessas operações, deslocando o centro da decisão sobre a matéria da administração para os acionistas.

O controlador minoritário reduz o problema de coordenação entre os acionistas, na medida em que tem capacidade para discernir melhor o mérito da oferta. Contudo, a exemplo do que ocorre com os administradores, pode adotar mecanismos de defesa contra a oferta não no interesse da companhia (ou do conjunto de acionistas em perspectiva de longo prazo), mas com o objetivo de preservar seu interesse pessoal na manutenção do controle. Ao afastar a oferta, o acionista pode continuar a extrair benefícios privados da posição de controlador. O risco de entrenchment do controlador minoritário é, portanto, semelhante ao antes analisado em relação aos administradores das companhias de capital intencionalmente pulverizado, o que justifica a imposição de limites à adoção, por esse tipo de acionista, de mecanismos de defesa contra a oferta.

É curioso anotar, nesse passo, que a posição do controlador minoritário em relação à oferta é muito distinta daquela do majoritário. Ao contrário deste, o controlador minoritário não pode, pela sua simples vontade, impedir a transferência do controle. Justamente por possuir participação minoritária, esse tipo de controlador pode perder sua posição para aquele que adquirir um maior número de ações da companhia. Ou seja, o controle minoritário, tanto quanto o gerencial (exercido pelos administradores), torna possível a ocorrência de aquisições hostis de controle, o que nunca ocorre no caso do controle majoritário.

Mesmo quando ausente a figura do controlador minoritário, a presença de acionistas com influência relevante modifica os problemas verificados por ocasião de uma oferta de aquisição do controle. Tais acionistas possuem maior capacidade de organização, reduzindo o problema de coordenação.

Diferentemente, porém, do controlador minoritário, os acionistas com influência relevante têm menor capacidade de adotar táticas de entrenchment; também, comparativamente ao controlador minoritário, oferecem menor risco de defesa de interesses pessoais em detrimento da companhia, haja vista que, por não exercerem o controle, não têm a possibilidade de extrair benefícios privados dessa condição. A distinção, porém, é apenas de grau, não sendo possível desconsiderar a configuração de interesses conflitantes entre esses acionistas e os demais, sem influência sobre a administração da companhia.

Por conta das características antes analisadas, se nas companhias com capital intencionalmente pulverizado considerarmos conflitos entre acionistas (tomados em seu conjunto), administradores e adquirente, no caso de companhias com capital relativamente pulverizado devem ser tomados em conta conflitos entre acionistas com influência relevante (controladores ou não), acionistas atomizados (sem influência), administradores e adquirente.

Em suma, a presença de acionistas com influência relevante diminui o problema de coordenação entre os acionistas frente ao adquirente e desloca a decisão sobre a oferta para o campo dos acionistas, mas introduz o conflito entre as distintas categorias de acionistas.

É curioso observar que as duas categorias de capital pulverizado anteriormente analisadas correspondem a modelos distintos de regulação do mercado de controle acionário, bem simbolizadas, de um lado, pelo norte-americano e, de outro, pelo inglês*. O modelo do Reino Unido, como se verá, inspirou a Diretiva sobre *Takeover* editada em 2004 pela União Europeia a respeito da matéria.

IV. OS MODELOS NORTE-AMERICANO E EUROPEU DE REGULAÇÃO DO MERCADO DE CONTROLE ACIONÁRIO

Pode-se identificar, com a simplificação exigida para efeitos didáticos ou para uma aproximação generalista da matéria – como a que ora se pretende –, dois modelos de regulação do mercado de controle acionário. São modelos com estratégias diametralmente opostas, mas com funcionalidade semelhante, como se verá.

Nos Estados Unidos⁴ a disciplina das operações de *takeover* foi inaugurada com o *Williams Act*, de 1968, que emendou o *Securities and Exchange Act*, de 1934. O modelo norte-americano, em linhas gerais, baseia-se na atribuição de um papel proeminente aos administradores. Cabe sobretudo aos administradores apoiar

* Cf. J. Armour e D. Skeel Jr., *Who writes the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of US and UK takeover regulation*, op. cit., p. 1727-1794; M. Venturozzo, *The thirteenth directive and the contrasts between european and U.S. takeover regulation: different (regulatory) means, not so different (political and economic) ends*, op. cit., p. 171-221.

⁴ Para uma visão geral da evolução da disciplina da matéria nos Estados Unidos, vale conferir o debate entre o professor Gilson e o advogado Lipson: R. Gilson, *Unocal fifteen years later (and what we can do about it)*, op. cit., p. 491-513; M. Lipson, *Pills, pills and professors: a reply to professor Gilson*, op. cit., p. 1-55; R. Gilson, Lipson and Rowe's apology for Delaware: a short reply, *The Delaware Journal of Corporate Law*, n.º 27, 2002, p. 37-57.

a transferência do controle, ou adotar medidas defensivas contra sua efetivação, segundo critérios de discricionariedade administrativa (*business judgment rule*).

Os mecanismos de defesa assumem as mais variadas formas, contribuindo significativamente para sua efetividade os amplos poderes que o direito societário norte-americano confere aos administradores, mesmo em relação a reformas estruturais da companhia, algo que não ocorre na maior parte dos demais países. Um bom exemplo desses poderes, utilizado como uma das principais táticas defensivas, é o de aprovar a emissão de novas ações pela companhia. Esse mecanismo de defesa, na maior parte dos países europeus, ou no Brasil, dependeria necessariamente de aprovação da assembleia geral de acionistas, por se tratar de matéria de competência deste órgão social.

O monitoramento do comportamento dos administradores se dá por meio da aplicação dos princípios gerais de *fiduciary duties* pela corte de Justiça, a quem incumbe decidir, em última instância, pela abusividade, ou não, das medidas defensivas adotadas em cada caso concreto. Dada, porém, a amplitude da regra do *business judgment rule*, os juizes norte-americanos têm interferido muito raramente nas medidas defensivas adotadas pela administração. A intervenção ocorre apenas quando é patente a violação aos deveres fiduciários.

Dai alguns autores resumem o modelo norte-americano à regra do *just say no*. Ou seja, os administradores podem simplesmente dizer não para ofertas de ofertas hostis, em decisão baseada em critérios nem sempre claros de conveniência e oportunidade empresarial.

Uma vez transferido o controle, não há, nos Estados Unidos, a imposição ao adquirente da obrigação de lançar oferta para aquisição das ações dos demais acionistas da companhia. O problema de coordenação dos acionistas é enfrentado, fundamentalmente, por meio de regras de *full disclosure* das condições da proposta e demais informações relevantes para a decisão dos acionistas, bem assim pela apresentação de avaliação leal e técnica quanto ao seu mérito pelos administradores. O tratamento igualitário e eventual direito de saída dos acionistas, também devem ser considerados pelos administradores, ao liderarem as negociações dos termos da oferta apresentada pelo adquirente. As condições da oferta (*v.g.* parcial ou pela totalidade das ações) são definidas em função das medidas defensivas e negociações realizadas pelos administradores, no cumprimento de seus deveres fiduciários para com a companhia e seus acionistas.

O modelo europeu⁴⁸ segue orientação bastante diversa do norte-americano. Depois de polêmico debate, a União Europeia editou, em 2004, uma Diretiva para regular especificamente as operações de aquisição de controle (Diretiva sobre *Takeover*)⁴⁹. Embora muitos dos dispositivos da Diretiva sejam de adoção facultativa pelos países-membros⁵⁰, a análise de seus termos é relevante para entender a visão dominante na Europa a respeito da matéria. Vale observar que a precupação de discipliná-la surgiu em virtude da tendência de maior pulverização do capital de grandes companhias europeias, verificada sobretudo a partir do final da década de 1990⁵¹, o que ensejou a ocorrência de movimentos de oferta hostil de aquisição de controle, anteriormente inexistentes ou muito raramente vivenciados⁵².

Nesse contexto, as diretrizes básicas da Diretiva seguiram a orientação adotada pelo Reino Unido, no *UK Code on Takeovers and Mergers*, de 1968 – país que, ao lado dos Estados Unidos, possui uma longa tradição de companhias com propriedade do capital dispersa e, portanto, com experiência na regulação de ofertas de aquisição de controle.

De forma muito resumida, a estratégia regulatória adotada pela Diretiva sobre *Takeover* baseia-se em dois princípios fundamentais: (i) a decisão sobre a oferta cabe principalmente aos acionistas, e não aos administradores; e (ii) garante-se tratamento igualitário e direito de saída aos acionistas.

O primeiro princípio é concretizado por meio da *no frustration rule*, ou seja, a regra de que, na iminência ou no curso de uma oferta de aquisição, os

48 Sobre o modelo europeu, cf. *Reforming company and takeover law in Europe*, G. FERRELLI, K. HOPT, J. WRITER e E. WYMERSEICH (orgs.), Oxford University Press, 2004; K. HOPT, *Control transactions*, op. cit.

49 Diretiva 2004/25/EC, de 30.4.2004.

50 K. HOPT, *Control transactions*, op. cit., p. 271.

51 Cf. J. COFFEY Jr., *The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*, *Yale Law Journal* nº 111, 2001, p. 1145-1296.

52 Na Alemanha, país sempre lembrado como de controle concentrado, foi bem sucedida a oferta hostil da Vodafone, companhia inglesa, pelo controle da Mannesman, empresa alemã. O recibo de que algo semelhante ocorreu com a Volkswagen mobilizou o governo alemão contra a obrigatoriedade da *no frustration rule* preconizada no projeto de Diretiva Europeia sobre *takeover*, que fora anteriormente apoiada. Foi o que determinou a orientação, ao final adotada, de estabelecer que a *no frustration rule* pode ser facultativamente adotada pelos países-remetentes. Com isso, abriu-se caminho para conferir à administração da companhia – da qual participam os empregados – poder para decidir sobre a oferta de aquisição de controle. A esse respeito, cf. K. HOPT, *Control transactions*, op. cit., p. 271. Analisando o modelo alemão sob a perspectiva norte-americana, cf. J. CONDOY, *An american perspective on anti-takeover laws in the EU: the German example*, *Reforming company and takeover law*, op. cit., p. 541-559.

administradores ficam impedidos de adotar mecanismos de defesa, salvo se para tanto forem expressamente autorizados pela assembleia geral de acionistas. Daí não decorre a imposição de uma posição de neutralidade aos administradores. Pelo contrário, para reduzir o problema de coordenação dos acionistas, espera-se que a administração analise e transmita suas ponderações a respeito do mérito da oferta, participando ativamente nas negociações.

O segundo princípio é assegurado mediante a imposição àquele que atinja um patamar mínimo de participação no capital (no Reino Unido, esse patamar é de 30%) da obrigação de lançar uma oferta pública para aquisição das ações dos demais acionistas (*mandatory bid rule*).

É interessante observar a significativa diferença entre as estratégias regulamentadas adotadas pelos Estados Unidos (baseada na *managerial discretion*) e pelo Reino Unido (*shareholder-oriented*), esta inspiradora da Diretiva europeia. O sistema norte-americano aloca a decisão sobre a oferta de aquisição conjuntamente aos administradores e acionistas, ao passo que o do Reino Unido atribui tal decisão exclusivamente aos acionistas.

Uma explicação possível para essa diferença de tratamento está nas estruturas distintas de propriedade do capital dominantes em ambos os países. Embora tanto Estados Unidos quanto Reino Unido sejam comumente apontados como exemplos de sistema de capital pulverizado, a análise mais cuidadosa do padrão da propriedade do capital verificada em ambos aponta diferença importante. No Reino Unido, a participação de investidores institucionais (bancos, fundos de pensão, seguradoras etc.) é anterior e mais significativa do que a verificada nos Estados Unidos, onde predominam acionistas atomizados (*retail investors*), titulares de parcelas diminutas do capital. A presença de investidores institucionais e sua influência sobre os responsáveis pela regulação da matéria pode explicar a preferência, no Reino Unido, por uma orientação voltada a garantir a decisão sobre a oferta exclusivamente aos acionistas, e não aos administradores⁵³.

Essa abordagem é coerente com a classificação, anteriormente sugerida, das companhias de capital pulverizado em duas espécies: companhias de capital pulverizado, com predominância de acionistas atomizados (*retail shareholders*), e

companhias com capital relativamente pulverizado, com presença de acionistas titulares de parcela significativa do capital e influência relevante sobre a administração. Como antes mencionado, a primeira estrutura adere o modelo norte-americano de regulação do mercado de controle acionário, ao passo que a segunda vincula-se o modelo do Reino Unido e da Diretiva europeia sobre *Takeover*. Com essas considerações, pode-se passar à análise da regulação brasileira sobre o mercado de controle acionário.

V. REGULAÇÃO DO MERCADO DE CONTROLE ACIONÁRIO NO BRASIL

A Lei das S.A., no seu art. 254-A, estabelece, com relação às companhias abertas, a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição das ações dos acionistas com direito a voto sempre que há alienação, direta ou indireta, do poder de controle. A matéria é regulamentada pela Instrução CVM nº 361/2002, art. 29 e seguintes⁵⁴. Na OPA por alienação do controle, o adquirente deve pagar aos acionistas não-controladores valor no mínimo igual a 80% do preço pago por cada ação integrante do bloco de controle. Na redação original do artigo 254 da Lei das S.A., de 1976, era adotada orientação análoga. Na oportunidade de regulamentação do dispositivo era dada pela Resolução nº 401/1976 do Conselho Monetário Nacional.

Assim, desde a edição da atual Lei das S.A., de 1976, o direito brasileiro prevê a OPA por alienação de controle, exceção feita ao período de 1997 a 2001. Em 1997, a Lei nº 9.457 revogou o artigo 254 da Lei das S.A., excluindo a OPA por alienação de controle. O instituto foi introduzido novamente em 2001, pela Lei nº 10.303, que acrescentou o art. 254-A à Lei das S.A. Como referidos arts. 254 (redação original) e 254-A, com ligeiras modificações, adotam a mesma orientação, pode-se considerar como bastante longa a tradição do direito brasileiro de adotar a OPA por alienação de controle nas companhias abertas. Afinal, trata-se de instituto com cerca de 30 anos de vigência⁵⁵.

⁵³ No texto, doravante, a oferta pública de aquisição de ações prevista no art. 254-A da Lei das S.A. será referida como OPA por alienação de controle, expressão utilizada na Resolução CVM nº 361/2002.

⁵⁴ Não obstante, a aplicação do art. 254-A ainda hoje suscita polêmica, dada a dificuldade de lidar com o conceito normativo de alienação, direta ou indireta do poder de controle, ou

Uma das importantes inovações trazidas pelo Regulamento do Novo Mercado da Bovespa foi a previsão de uma super-OPA por alienação do controle (item 8.1 e seguintes). Por assim dizer, o Regulamento do Novo Mercado mudou a OPA prevista no art. 254-A da Lei das S.A.s, ao entender sua aplicação à totalidade dos acionistas das companhias listadas neste segmento⁵⁵, e, sobretudo, ao determinar que o preço deve ser igual ao pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Reforçaram-se, assim, comparativamente ao art. 254-A, os direitos de saída e de partilha do prêmio de controle contidos nos não-controladores.

Diante desse quadro, chega-se à interessante conclusão de que a regulamentação societária brasileira⁵⁶ disciplina apenas as operações de alienação do poder de controle acionário. Identifica-se, assim, uma enorme lacuna, consistente na ausência de qualquer disciplina para as situações em que há transferência do controle, a despeito de não haver tecnicamente alienação.

É o que ocorre quando, mediante determinadas operações, alguém assume o controle de companhia aberta cuja estrutura da propriedade do capital, antes dessas operações, não era caracterizada pela presença de um controlador. Nessa hipótese, há aquisição do controle, mas não alienação, dada a ausência de controlador anterior. Esse é o cenário dominante nas aquisições de controle de companhias com capital pulverizado, de que antes se cuidou.

A orientação brasileira bem denota o grau de concentração do controle nas companhias abertas do país. O paradigma único tomado pelo regulador é o da companhia com controlador majoritário, cujo poder é sempre objeto de alienação. Não houve preocupação com a hipótese de aquisição originária do controle, simplesmente porque tal possibilidade era inexistente na realidade

ainda a interpretação do significado da expressão "acionistas com direito a voto". Cf. R. Prado, *Orienta pública de ações obrigatórias nas S.A.*, São Paulo: Quartier Latin, 2005; C. Salomão Filho, *Alienação de controle: o vício da disciplina e seus problemas. O novo direito societário*, 3ª ed., São Paulo: Malheiros, 2006; A. Vahl, *Do descolamento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais*, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 45, São Paulo, Malheiros, 1982; A. Penacato, *CVM - Decisão administrativa sobre alienação de controle - ações vinculadas a acordo de acionistas - o caso Votorantim*, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* n.º 126, São Paulo, Malheiros, 2002.

56 Bem verdade que, considerando que as companhias listadas no Novo Mercado somente possuem ações ordinárias, em princípio, já pela aplicação do art. 254-A, seria obrigatória a OPA por alienação de controle.

57 Considerada aqui em sentido amplo para abranger tanto o campo da regulação *stricto sensu* - lei e regulamentos da CVM - quanto o da autorregulação - Regulamento do Novo Mercado da Bovespa.

brasileira até pelo menos os anos 2000, em virtude da estrutura extremamente concentrada do capital até então vigente.

Como se viu anteriormente, porém, as companhias brasileiras, especialmente as listadas no Novo Mercado, passaram a observar um nível maior de dispersão acionária. A tendência de pulverização do capital parece irreversível e assume contornos cada vez mais intensos na realidade brasileira. Como solucionar, então, a grave lacuna regulatória antes apontada? A primeira resposta veio do próprio mercado.

A. AS POISON PILLS BRASILEIRAS

Como mencionado na parte II, um número expressivo de companhias, ao ingressar no Novo Mercado, inseriram em seus estatutos as chamadas *poison pills* brasileiras⁵⁸. A participação mínima suficiente para disparar a obrigação de realizar a oferta pública prevista nessas cláusulas estatutárias varia de 10% a 35% do capital, a um preço que contempla, em regra, prêmio de 20% a 50% do valor de mercado.

Trata-se de uma OPA contratual (ou estatutária), baseada não na alienação do poder de controle, mas na aquisição de um percentual mínimo das ações em circulação. Nesse sentido, as cláusulas estatutárias brasileiras poderiam funcionar como medidas *anti-takeover*, conferindo aos acionistas das companhias-alvo proteção semelhante à *mandatory bid rule* adotada pelo sistema europeu, de que antes se cuidou.

Não há dúvida de que, ante a grave lacuna regulatória sobre as transferências de controle em companhias com capital disperso, a iniciativa do mercado de inserir tais cláusulas nos estatutos sociais soluçiona parcialmente alguns dos problemas verificados: ofertas coercitivas; problema de coordenação dos acionistas; tratamento diferenciado entre os acionistas; instabilidade da administração e impossibilidade do estabelecimento de estratégias que visem ao interesse de longo prazo dos acionistas, entre outros.

58 Sobre as *poison pills* brasileiras: P. Salles de Toledo, *Poison Pills: modernismo ou solução?*, *Direito Societário - desafios atuais*, R. Monteiro de Castro e L. Aragão (org.), São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 157-176; J. Barros do Nascimento e E. Vaz, *Poderes da administração na oferta hostil de aquisição do controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills)*, *Direito Societário contemporâneo I*, tomo I, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 387-421; M. Carvalho, *As *poison pills* estatutárias na prática brasileira - alguns aspectos de sua legalidade*, *Direito Societário - desafios atuais*, R. Monteiro de Castro e L. Aragão (org.), *op. cit.*, p. 19-29.

De fato, a obrigatoriedade da oferta a partir da aquisição de percentual mínimo de participação reduz o problema de coordenação dos acionistas e lhes confere direito de saída e de tratamento igualitário na operação de transferência do controle. Também permite que os acionistas e a administração da companhia negociem com o adquirente as melhores condições do negócio.

Esses efeitos positivos, atribuídos a tais cláusulas estatutárias, determinam a avaliação da CVM a respeito de sua validade e eficácia, expressa no Parecer de Orientação nº 36/2009. É certo, porém, que a CVM manifestou-se pela ineficácia das cláusulas pétreas – antes referidas –, que inibem reformas estatutárias que visem a excluir ou modificar a *poison pill*, na medida em que exacerbariam os custos das operações de transferência de controle⁵⁹. Bem o ilustra a seguinte passagem do Memorando que encaminhou a discussão sobre a orientação posteriormente adotada no Parecer:

5.2. Pessoalmente, acreditamos que um modelo que permita *poison pills*, mas não cláusulas pétreas, seja um regime equilibrado, intermediário entre o regime adotado na União Europeia e o vigente nos Estados Unidos. (...)

5.9. De qualquer modo, parece claro que esse regime é superior às duas alternativas disponíveis no momento: um regime sem *poison pills*, em que os acionistas podem ser tratados de maneira desigual e coagidos a vender suas ações; ou um regime com cláusulas pétreas, que impede negócios eficientes e protege excessivamente a administração.⁶⁰

O Parecer de Orientação da CVM, porém, desconsiderou fator que, a este artigo, parece fundamental na avaliação dos efeitos produzidos pelas *poison pills* brasileiras. Trata-se da circunstância de que, em geral, o percentual mínimo suficiente para disparar a OPA é muito inferior à participação dos maiores acionistas ou, ainda mais grave, à participação do acionista que exerce o controle minoritário.

Na segunda parte deste artigo, verificou-se que os estatutos estabelecem participações mínimas para disparar a OPA, em média, de 10% a 35% do capital. Por outro lado, a média geral de participação dos maiores acionistas nas companhias listadas no Novo Mercado é de 36,39%, subindo

para 45,25%, se considerado o efeito dos acordos de acionistas, usualmente utilizados como instrumento de organização do poder de controle.

Depreende-se daí que, na maioria dos casos, a OPA estatutária pode ser disparada contra operações de aquisição de ações que não implicam transferência do poder de controle. Tais aquisições podem levar a uma maior concentração do capital, ou à formação de minorias relevantes na estrutura societária, mas não importam em transferência do controle. De se destacar, a esse respeito, que alguns dos percentuais mínimos fixados para disparar a OPA estatutária correspondem exatamente aos percentuais previstos na lei societária para a atribuição de determinados direitos políticos ao acionista⁶¹.

Na situação em que o parâmetro necessário para disparar a OPA estatutária é inferior à participação dos maiores acionistas, a cláusula deixa de funcionar como medida *anti-takeover*. Nessa hipótese, a cláusula passa a atuar com a função única de proteger o controlador minoritário ou os maiores acionistas contra a formação de minorias qualificadas, capazes de contestar o seu poder na companhia.

Como essa é a realidade verificada na maioria das companhias listadas no Novo Mercado, pode-se concluir que a solução contratual (OPA estatutária) não apenas é inadequada para suprir a lacuna regulatória sobre as transferências de controle nas companhias de capital disperso, como agrava significativamente o problema.

Sabe-se que o bom funcionamento do mercado de controle acionário é importante para a disciplina do sistema de capital disperso. A transferência do controle de companhias ineficientes pode levá-las para parâmetros mais elevados de desempenho. Também do ponto de vista *ex ante* a existência desse mercado é positiva, pois a possibilidade potencial da transferência do controle impõe à administração da companhia uma constante pressão por eficiência e lealdade aos acionistas.

Por isso, ao disciplinar as operações de *takeover*, deve-se ter sempre em vista a adoção de medidas equilibradas, que não venham a cobrir de forma excessiva o desenvolvimento do mercado de controle acionário. Há a necessidade de ponderar o *tradeoff* entre, de um lado, a imposição de barreiras que podem

59. Quanto às cláusulas pétreas, esse artigo adere integralmente aos fundamentos expostos no Memorando que encaminhou o Parecer de Orientação nº 36/2009, da CVM, para concluir pela sua ineficácia, dados os efeitos negativos causados. Tais cláusulas implicam violação a diversos princípios da Lei das S.A., especialmente aos seus arts. 121, 122, I, 129, §1º e 115. Disponível em <www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>, acesso em outubro de 2009.

60. Por exemplo, acionistas titulares de 10% das ações com direito a voto podem requerer a instalação e eleger em separado membro do conselho fiscal da companhia (art. 161, §§ 2º e 4º, a), Lei das S.A.).

inibir excessivamente o desenvolvimento do mercado de controle acionário e, de outro, um conjunto de valores como a necessidade de solucionar o problema de coordenação dos acionistas, a conveniência do tratamento igualitário e do direito de saída, o afastamento de ofertas que diminuam o valor da companhia e, ainda, a segurança e estabilidade da administração, premissas para a adoção de uma perspectiva de crescimento de longo prazo.

Esse *trade-off* encontra-se gravemente desequilibrado no sistema brasileiro. A OPA estatutária, ainda reforçada pelas chamadas cláusulas pétreas, impõe barreira exacerbada às operações de transferência de controle, contribuindo para o entrenchamento do acionista controlador minoritário, figura dominante nas companhias listadas no Novo Mercado. Isso porque, antes mesmo de haver ameaça de aquisição de controle, a OPA estatutária atua com o claro objetivo de impedir a formação de minorias que possam, no curto ou no médio prazo, contestar o poder dos maiores acionistas.

Imagine-se a seguinte hipótese, baseada na realidade dos estatutos de inúmeras companhias listadas no Novo Mercado: presença de um bloco de controle minoritário bem estruturado por acordo de acionistas (por exemplo, participação de 40%), OPA estatutária fixada a partir de percentual inferior de participação no capital (por exemplo, 10%), reforçada pela cláusula pétreia que visa a impedir sua supressão ou modificação e, ainda, a fixação de preço contemplando um prêmio importante sobre o valor econômico das ações (por exemplo, 50%). Não é preciso esforço para verificar que as barreiras criadas às transferências de controle nessa hipótese seriam exacerbadas e claramente prejudiciais aos interesses dos acionistas.

Na hipótese formulada, fortemente calcada na realidade das companhias brasileiras listadas no Novo Mercado, as referidas cláusulas estatutárias têm por efeito estabilizar o poder do controlador minoritário, equiparando sua posição à do controlador majoritário, na medida em que fica imune a toda e qualquer possibilidade de transferência do controle que não passe por sua aprovação. Nesse sentido, a OPA estatutária constitui um claro instrumento de dissociação entre a propriedade do capital e o poder exercido pelo acionista, permitindo a estabilização de posições de controle a partir de participações minoritárias.

É paradoxal, porém, a observação de que a *poison pill* nacional pode também funcionar contra o interesse do próprio controlador minoritário, ou dos maiores acionistas. Caso típico de feitiço que se volta contra o feiticeiro. Já há

alguns casos, no Brasil, em que o controlador minoritário deparou-se com a injusta situação de desejar a modificação ou supressão da cláusula estatutária para viabilizar determinada operação de transferência de controle e encontrar enorme dificuldade para fazê-lo, a despeito de contar com o apoio da expressiva maioria dos acionistas.

Isso porque a existência da cláusula pétreia abre espaço para o questionamento da operação perante o Poder Judiciário por qualquer acionista, em caso de modificação ou supressão da cláusula que prevê a OPA. A recente manifestação da CVM a respeito da ilegalidade da cláusula pétreia (Parecer de Orientação CVM nº 36/2009) não elimina o problema, pois não evita o questionamento judicial por iniciativa de qualquer acionista.

É evidente que tal quadro não se justifica sob qualquer ângulo, estimulando, pelo contrário, comportamentos oportunistas de determinados acionistas, totalmente desvinculados do interesse da companhia. Ainda que o Judiciário venha a repelir tais iniciativas, reconhecendo violação ao artigo 115 da Lei das S.A., entre outros dispositivos, tais cláusulas estatutárias criam um ambiente de forte incerteza e insegurança, que afasta os potenciais adquirentes do controle, em detrimento do desenvolvimento do mercado de controle acionário.

Por todas as razões anteriormente alinhadas, do ponto de vista da regulação do mercado de controle acionário, não há como justificar a OPA estatutária quando tiver como gatilho participação acionária inferior à detida pelo controlador minoritário ou pelo maior acionista (ainda que não controlador).

Nesse sentido, a solução contratual brasileira afasta-se completamente do modelo europeu de regulação das transferências de controle. Na Europa, predomina a *mandatory bid rule* como estratégia para a regulação do mercado de controle acionário, mas, ainda assim, é polémica sua utilização, em vista da barreira que impõe às transações de controle.

No sistema europeu, porém, não se cogita de aplicar a *mandatory bid rule* em situações em que claramente não existe qualquer movimento de transferência de controle. O percentual mínimo de 30%, adotado pelo Reino Unido, que leva à presunção de transferência do controle, tornando obrigatória a oferta de aquisição, é significativamente superior à média de participação acionária dos maiores acionistas nas companhias abertas daquele país.

No sistema europeu há, ainda, a preocupação de estimular as operações de transferência de controle mediante a chamada *break-through rule* (BTR),

que visa a impedir a adoção de práticas preventivas impeditivas dessas operações (*pro bid defensas*). Uma forma clássica de *pro bid defensa* é o estabelecimento nos estatutos de cláusulas restritivas à circulação de ações, como claramente pode ocorrer no caso das *pitulas* brasileiras⁶².

Se do ponto de vista da regulação do mercado de controle acionário não há justificativa plausível, a única possibilidade de defender a OPA estatutária, baseada em participação mínima inferior à detida pelos maiores acionistas, seria a de proteger a liquidez das ações, assegurando que um percentual relevante delas seja mantido em circulação no mercado.

Também essa perspectiva, porém, não leva a um balanço positivo de tais cláusulas. Há companhias nas quais os acionistas são titulares de mais de 50% das ações, e cujos títulos observam grande liquidez no mercado. Por outro lado, para garantir a liquidez, há mecanismos mais apropriados, como a regra legal que impõe a realização de oferta por aumento de participação⁶³, ou ainda a regra do Regulamento do Novo Mercado que exige diretamente a manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação (25% do total do capital social)⁶⁴. Por último, não se pode conceber que, para garantir a liquidez dos títulos emitidos pela companhia, pague-se o preço da inviabilização do funcionamento do mercado de controle acionário.

As razões anteriores conduzem este artigo à seguinte hipótese: as *provision* brasileiras produzem efeitos negativos sempre que presentes os seguintes elementos: (i) garilho da oferta fixado em participação inferior à dos maiores acionistas, especialmente dos acionistas que exerçam o controle minoritário da companhia; (ii) limitação da possibilidade de a maioria dos acionistas, em assembleia geral, suprimir ou modificar a cláusula (cláusulas *pétresis*); e (iii) prêmio excessivamente elevado, comparativamente ao valor econômico das ações. Bem verdade que o estabelecimento de preço excessivamente elevado (item iii) mostra-se menos deletério, quando se reconhece à maioria dos acionistas a possibilidade de suprimir ou reformar a cláusula estatutária, no curso de uma oferta de aquisição (item ii).

B. O ART. 254-A DA LEI DAS S.A. E O CONTROLE MINORITÁRIO

Para finalizar a análise da regulação societária brasileira sobre as operações de transferência de controle em companhias sem controlador majoritário, cumpre, ainda, abordar, mesmo que brevemente, a adequação da disciplina prevista no art. 254-A da Lei das S.A., ou no item 8.1 do Regulamento do Novo Mercado, à hipótese de alienação do controle minoritário.

É indubitável que o art. 254-A não tomou como paradigma a situação de controle minoritário, mas sim a de um controle fortemente concentrado (majoritário). Recentemente, porém, com a tendência de maior pulverização do capital observada em relação a certa categoria de empresas, passou a ser relevante a aplicação do dispositivo legal à situação de controle minoritário (o mesmo ocorre em relação à regra análoga proveniente da autorregulação – Regulamento do Novo Mercado).

A CVM, especialmente no julgamento do caso TIM, pronunciou-se, ainda que de forma predominantemente evasiva, sobre a questão. O diretor Eliseu Martins defendeu claramente a aplicação do art. 254-A às situações de controle minoritário, ao passo que o diretor Eli Loria posicionou-se, também claramente, no sentido da impossibilidade técnica dessa aplicação. Já o diretor Otávio Yazbek concordou com a aplicação do dispositivo no caso em julgamento, mas ressaltou seu entendimento no sentido de que a aplicação do art. 254-A às situações de controle minoritário deve ocorrer a partir da análise de cada caso, dada a complexidade que cerca a identificação da existência ou não desses poderes⁶⁵. Por sua vez, a presidente Maria Helena Santana manifestou-se

62. Cf. a seguinte passagem do voto: "Não gostaria aqui de, no mesmo diapasão da declaração de voto apresentada pelo Diretor Eli Loria no presente caso, afastar de pronto qualquer possibilidade de negócio jurídico que transfira poder de controle minoritário e que, com isso, possa vir a ensejar a aplicação do art. 254-A da lei acionária. A bem da verdade creio que tal possibilidade não é de todo inconsistente com o regime do citado art. 254-A, mesmo porque, ainda na vigência do art. 254 original (que, revogado pela Lei nº 9.457/97, foi o embrião do atual art. 254-A, incluído pela Lei nº 10.303/01), a Resolução CMN nº 401/76, que regulamentava aquele dispositivo, já tratava expressamente do controle minoritário. (...) Ainda assim, porém, ela sinaliza que, muito provavelmente, a possibilidade de alienação de controle minoritário para os fins do art. 254-A não é desejável. A análise deve realizar-se caso a caso – nesta linha, aliás, é extremamente sintomático que o regime anteriormente vigente tenha remido a determinados fatos bastante concretos ("as três últimas Assembleias Gerais da companhia"), de modo a afastar, no controle minoritário, justamente aquela fugacidade aquela instabilidade, que usualmente o caracteriza. É claro que, sem balizadores objetivos (e em certa medida arbitrários) como aqueles, torna-se muito difícil identificar o controle minoritário e, ao mesmo tempo, outorgar aos agentes de mercado a segurança necessária. Ainda assim, parece-me importante não negar a priori tal possibilidade" (disponível em <www.cvm.gov.br>, acesso em outubro de 2009).

62 K. Hopt, *Control transactions*, op. cit.

63 Lei das S.A., art. 4º, par. 6º; Instrução CVM nº 361/2002, art. 26 e ss.

64 Esse é o entendimento mantido pelos diretores Marcos Barbosa Pinto e Otávio Yazbek no Memorando relativo ao Parecer de Orientação nº 361/2009 da CVM.

no sentido da inadequação do art. 254-A para lidar com situações de controle minoritário, sugerindo a adoção, no Brasil, de regra semelhante à adotada no modelo europeu, que tornasse obrigatória a realização de oferta sempre que determinado percentual mínimo de ações fosse adquirido⁶⁷.

A verdade é que o art. 254-A (ou mesmo o item 8.1 do Regulamento do Novo Mercado) utiliza critérios inadequados para regular movimentos de redução do controle em companhias sem controlador majoritário. O conceito de alienação, que constitui o núcleo da disciplina estabelecida pelos referidos dispositivos, é incompatível com a análise dos movimentos de controle em companhias com controlador minoritário ou sem acionista controlador. No caso dessas companhias, é irrelevante investigar se houve, ou não, alienação de controle, como ocorre nos casos em que se discute a aplicação dos citados dispositivos. Importa saber simplesmente se houve modificação do controle, resulte tal modificação, ou não, de um ato de alienação ou de aquisição originária. Isso porque em ambas as hipóteses – alienação ou aquisição originária – os problemas regulatórios são os mesmos, como se procurou demonstrar no item II deste artigo.

Nesse contexto, somente se justifica o debate sobre a aplicação do art. 254-A da Lei das S.A., ou do dispositivo análogo do Regulamento do Novo Mercado, às situações de controle minoritário (ou de fato), em virtude de uma disciplina

jurídica inadequada para lidar com as transferências de controle de companhias sem controlador majoritário⁶⁸. É mais uma tentativa imperfeita de suprir as falhas que decorrem da lacuna regulatória brasileira, apontada neste artigo. Assim exposto o quadro atual da lei societária brasileira sobre a matéria, pode-se passar à conclusão, onde se pretende apontar algumas diretrizes para o seu aperfeiçoamento.

VI. CONCLUSÃO

É inequivel a tendência de maior pulverização do capital de determinado segmento das sociedades anônimas no Brasil (as sociedades anônimas listadas no Novo Mercado da Bovespa). Assim, convivem hoje no Brasil duas estruturas de propriedade do capital distintas: (i) a fortemente concentrada, ainda largamente dominante; e (ii) relativamente pulverizada, predominante no Novo Mercado da Bovespa.

Esse quadro confirma a asserção de que as mudanças econômicas antecedem a reforma da disciplina jurídica⁶⁹. Superando os determinantes políticos (ROE⁷⁰, os fatores de *path dependency* (BEVCHUK e ROE⁷¹) e a ausência de regras legais adequadas à proteção das minorias (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANOS, SHELTER e VISHNY⁷²), é fato que o Brasil, a exemplo de outros países, observa importante movimento no sentido de maior pulverização do capital das companhias. Isso reforça a percepção de que há um movimento global de convergência dos modelos de governança corporativa⁷³. A razão provável é que as forças econômicas e as exigências dos investidores internacionais superaram os fatores de resistência da estrutura societária dominante nos países.

66 Confira-se a seguinte passagem do voto: "Em minha opinião, a própria complexidade deste caso, a dificuldade de caracterizar a existência ou não do controle, ilustra bem o tipo de desafio que nos espera. 3.5.7 A discussão sobre permanência da situação de controle e que critérios seriam capazes de a caracterizar, embora tenha sido muito bem feita pelo Diretor Ulisses Martins em seu voto, e eu concordo com suas conclusões naquele aspecto, é muito sujeita às visões dos que decidirão cada caso e não seria, em minha visão, positiva para o ambiente de negócios no Brasil. O conceito de controle de fato, sujeito em cada caso ao grau de dispersão do capital da sociedade e ao absenteísmo dos demais acionistas, é bastante útil para a apuração de responsabilidades em episódios específicos, mas pode trazer insegurança se for utilizado para avaliar a incidência ou não da obrigação de realização de OPA por alienação de controle. 3.6 Em suma, entendo que se hoje existem companhias no Brasil em que não há dúvida de que o controle é exercido por determinados acionistas minoritários – seja por que detêm participações extremamente relevantes e têm preponderância em assembleias ao longo do tempo, por estarem vinculados por acordos de voto ou pela participação mais evidente na própria gestão da companhia –, há outras situações em que essa caracterização seria muito difícil de obter tão claramente, e em que seria de extrema utilidade a existência de critérios conhecidos e públicos para essa análise. 3.7 Entendo, por isso, que é fundamental o esforço de construção de critérios que permitam tornar mais previsível e segura a avaliação a ser feita nos casos concretos. É para que se possa evitar a excessiva subjetividade de análises puramente casuísticas, sou de opinião que o mais conveniente seria a adoção do percentual de 30% do capital votante, apresentando-o como representativo do controle minoritário de sociedades em que não haja outro acionista detentor de um bloco de ações maior que esse". (disponível em www.cvm.gov.br/, acesso em outubro de 2009).

67 C. Salomão Filho defende a impossibilidade de aplicar o art. 254-A às situações de controle minoritário, porque o referido dispositivo exigiria o requisito da estabilidade da posição, por outro lado, para efeito de aplicação da disciplina de responsabilidade (art. 116, Lei das S.A.), a hipótese de incidência abrangeria o controle minoritário. Cf. Salomão Filho, *O poder de controle na sociedade anônima*, 3ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2008, nota de texto 9, p. 711.

68 Cf. J. Coffee Jr., *The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*, op. cit.

69 M. Roe, *Political determinants of corporate governance*, Oxford University Press, 2003.

70 M. Roe e L. Bebchuk, *A theory of path dependency in corporate governance and ownership*, *Stanford Law Review*, nº 52, 1999, p. 775-806.

71 La Porta, Lopez-de-Silanos, Shleifer e Vishny, *Legal determinants of external finance*, *Journal of Finance* 52, 1997, p. 1131-1150; La Porta, Lopez-de-Silanos e Shleifer, *Corporate ownership around the world*, *Journal of Finance* 54, 1999, p. 471-518.

72 H. Hansmann e R. Kraakman, *The end of history for corporate law, Convergence and persistence in corporate governance*, J. Conyon e M. Roe (ed.), Cambridge University Press, 2004.

De fato, a economia mundial, a despeito da crise de 2008, tem se caracterizado pelo fluxo de recursos financeiros em nível global e por um intenso movimento de fusões e aquisições. Esse quadro tem levado à convergência dos modelos de governança corporativa e à modificação da estrutura de capital das companhias. A exemplo do Brasil, mas com antecedência de alguns anos (final da década de 1990 e início dos anos 2000), países europeus caracterizados pela concentração do controle acionário também vivenciaram significativo desenvolvimento do mercado de capitais, aumentando-se o grau de dispersão acionária nas empresas (v.g., Alemanha, França e Espanha)⁷³.

O empresário brasileiro, premido pela necessidade de crescimento da empresa, imposta pela economia atual, e confiante na possibilidade de obter altas taxas de retorno com projetos de expansão, em vista das oportunidades oferecidas por uma economia não-madura como a brasileira, percebeu a possibilidade de captar os recursos necessários ao financiamento de seus projetos por meio do mercado de capitais.

A disponibilidade desses recursos é dada pela existência de liquidez financeira na economia mundial (fundos de pensão, seguradoras, bancos, fundos de investimento) e pela maior confiança de investidores estrangeiros em relação ao Brasil. Para ter acesso a esses recursos, no entanto, o empresário brasileiro foi compelido a aceitar um nível mínimo de governança corporativa, exigido pelos investidores. Esse nível mínimo de governança corporativa, no Brasil, é conferido, sobretudo, pelo Novo Mercado da Bovespa.

É significativo que essas regras de governança tenham resultado de iniciativa da autorregulação, e não da lei societária. Foram os próprios agentes do mercado que perceberam a necessidade de aprimorar as regras vigentes para possibilitar a captação dos recursos disponíveis para investimento. Esse movimento histórico, ainda em curso no Brasil, não deixa de guardar semelhança com o verificado nos Estados Unidos, na segunda metade do século XIX, quando os primeiros banqueiros de investimento, como J. P. Morgan, para conferir segurança aos investidores ingleses que pretendiam investir no país (v.g., para a construção de ferrovias) — detentor de uma economia ainda longe de estar madura, naquele período —, buscaram criar

regras institucionais que constituiriam o embrião da regulação norte-americana do mercado de capitais⁷⁴.

É, portanto, a necessidade — ou a oportunidade — de captar recursos para o financiamento de projetos de expansão da empresa que tem levado o empresário brasileiro, controlador majoritário de sua companhia, a ingressar no Novo Mercado da Bovespa. O preço a pagar é a perda de parte de seu poder, decorrente do maior grau de pulverização do capital e da adoção do princípio *one share-one vote*.

O direito societário brasileiro, porém, não está inteiramente preparado para lidar com os problemas específicos suscitados pelas estruturas societárias com maior nível de pulverização do capital⁷⁵. Na campo da regulação das transações de controle, é patente essa inadequação, como se procurou demonstrar neste artigo.

A regulação e a autorregulação societária dão respostas semelhantes às operações de transferência do controle. De fato, o art. 254-A da Lei das S.A. e o item 8.1 do Regulamento do Novo Mercado estabelecem a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações desde que haja alienação do controle. Essa disciplina, embora compatível com a estrutura de controle concentrado, é inadequada quando transporta para uma estrutura de capital pulverizado ou relativamente pulverizado. Nas estruturas com maior dispersão do capital os movimentos de transferência do controle não se dão apenas por alienação, mas também por aquisição originária. Ao ignorar as hipóteses de aquisição originária, a disciplina societária brasileira apresenta uma grave lacuna, deixando de cuidar das transferências de controle nas companhias sem controlador majoritário.

Essa lacuna não pode ser suprida pela mera aplicação dos referidos dispositivos às situações de controle minoritário. Se em alguns casos a alienação do controle pelo controlador minoritário pode ser verificada sem maior dificuldade, em outros é extremamente difícil estabelecer a presença dessa hipótese de incidência da oferta obrigatória de aquisição. O controle minoritário (ou de fato) é, em regra, menos estável, sujeito a constantes modificações, ao contrário do que ocorre com o majoritário⁷⁶. Assim, os critérios adotados para

74. Cf. J. Coffee Jr., *The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*, op. cit.

75. Cf. E. Munhoz, *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*, *Direito societário: desafios atuais*, R. Monteiro de Castro e L. Aragão (orgs.), op. cit.

76. Para uma análise tipológica do poder de controle, além da obra seminal *O poder de controle na sociedade anônima*, op. cit., de Comparato, cf. E. Munhoz, *Empresas contemporâneas e*

73. Cf. J. Coffee Jr., *The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*, op. cit.

a imposição da oferta pública em cada caso concreto podem ser arbitrários e pouco claros, gerando indesejado nível de insegurança para os investidores. Isso prejudica o funcionamento do mercado de controle acionário.

Ademais, investigar se houve ou não alienação do controle para a aplicação dos citados dispositivos em nada contribui para a solução dos problemas regulatórios próprios das transferências de controle acionário em companhias com capital disperso. É irrelevante para a identificação e disciplina desses problemas saber se a transferência do controle decorreu de alienação ou de aquisição originária.

Mais grave, porém, é a difusão das chamadas pílulas de veneno nos estatutos das companhias. Algumas *poison pills* brasileiras têm o potencial de atingir não apenas o alvo inicialmente visado, mas podem também matar o seu próprio criador. Tais cláusulas produzem efeitos altamente negativos, desde que presentes os seguintes elementos, o que usualmente ocorre na experiência brasileira: (i) ganho da oferta pública definido em percentual de ações inferior à participação do maior acionista (individualmente considerado) ou do controlador minoritário (individual ou conjunto); (ii) cláusula pétrea, que procura impedir a supressão ou a modificação da cláusula que determina o lançamento da oferta de aquisição; e (iii) fixação de preço substancialmente maior do que o valor econômico das ações.

Uma vez presentes esses elementos, as *poison pills* brasileiras implicam a imposição de barreiras incomparavelmente elevadas (não se conhece exemplo semelhante no direito comparado) às transferências de controle acionário, impedindo que esse mercado exerça a importante função que lhe cabe nas companhias de capital pulverizado. Têm por efeito o entrincheiramento do acionista minoritário, que pode ficar imune a qualquer operação de transferência de controle que não seja por ele mesmo aprovada. Estimula comportamentos oportunistas que não seja por ele mesmo aprovada. Estimula comportamentos oportunistas que não seja por ele mesmo aprovada. Estimula comportamentos oportunistas que não seja por ele mesmo aprovada. Estimula comportamentos oportunistas que não seja por ele mesmo aprovada. Estimula comportamentos oportunistas que não seja por ele mesmo aprovada.

Ainda que a CVM considere ineficazes as cláusulas pétreas, isso não elide a possibilidade de qualquer acionista levar ao Judiciário seu inconformismo em relação à transação que tenha sido precedida da supressão ou reformulação da *poison pill*, o que cria um ambiente de insegurança e incerteza incompatível com a reali-

zação do investimento necessário para a aquisição do controle de empresas. Neste caso, o veneno volta-se contra o próprio controlador minoritário ou acionista com influência relevante, na medida em que o comportamento oportunista de determinado acionista pode colocar em risco a transação de controle por ele desejada.

Para debelar os problemas do regime atual, este artigo defende ser indispensável uma resposta regulatória. Prefere-se a solução regulatória, no caso, porque reduz o problema de assimetria de informações e estabelece uma regra geral aplicável a todos, em matéria que comporta esse tipo de tratamento. Ademais, diante do quadro atual de forte incerteza e insegurança, a disciplina da matéria por via legislativa seria fundamental para restaurar a confiança dos agentes econômicos.

Os efeitos negativos da difusão das pílulas de veneno nos estatutos das companhias, desde que presentes os elementos antes apontados, são suficientes para discernir a inadequação da solução contratual. Trata-se de caso típico em que as falhas de mercado e os custos de transação impõem uma solução de natureza regulatória.

Ao recusar eficácia às cláusulas pétreas, dentro do que lhe é possível fazer em vista dos limites que lhe são impostos pela lei, a CVM procurou eliminar os efeitos que tais cláusulas produzem para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Não vindo a resposta pela via legislativa, é de se esperar que a autorregulação exerça esse papel, ainda que com efeitos menos abrangentes. O Regulamento do Novo Mercado pode ser modificado para dispensar disciplina específica para as ofertas de aquisição obrigatória, na hipótese de transferência de controle em companhias de capital pulverizado ou relativamente pulverizado. Também caberia a definição de limites claros às cláusulas estruturais que estabelecem *poison pills*, na linha do que antes foi sugerido.

Quanto ao conteúdo da disciplina, dada a estrutura da propriedade hoje dominante nas companhias brasileiras sem controlador majoritário e a tradição brasileira em torno da *mandatory bid rule*, defende-se que se deve seguir caminho análogo ao europeu, sistema mais adequado às estruturas de capital relativamente pulverizado, de que se cuidou na parte III do presente artigo.

A reforçar a opção pelas diretrizes básicas do modelo europeu, está a profunda diferença entre o regime brasileiro de atribuição de poderes aos administradores e o observado no sistema norte-americano. Muitas das práticas defensivas adotadas pelos administradores das *corporations* norte-americanas contra *takeovers* hostis jamais poderiam ser adotadas pelos administradores

das companhias brasileiras, sem a prévia aprovação dos acionistas — v.g., operações de aumento de capital, emissão de novas classes de ações etc. Também, nesse aspecto, o sistema brasileiro está mais próximo do europeu.

A decisão quanto à oferta de aquisição do controle, portanto, deve ser atribuída aos acionistas, assegurando-se tratamento igualitário e direito de saída por meio de regra da oferta pública obrigatória. Essa regra, porém, deve guardar características distintas das cláusulas estatutárias (*poison pills*) de que antes se cuidou. O princípio fundamental deve ser o de que o gatilho da oferta (percentual mínimo que impõe ao acionista a obrigação de realizar a oferta) não pode corresponder a uma participação acionária inferior à devida pelo maior acionista, ou pelo bloco de controle minoritário (se houver).

Nesse sentido, poderia ser estabelecido um percentual geral mínimo na lei societária que faria presumir a transferência do controle (v.g., 30%, como ocorre no Reino Unido), fazendo disparar a oferta de aquisição. Essa presunção deve ser, porém, relativa, ou seja, passível de ser afastada na hipótese de a companhia possuir acionista, ou bloco de controle, com participação superior a tal percentual mínimo. Nesse caso, o gatilho para a oferta pública passaria a ser o percentual de ações detido pelo maior acionista ou pelo controlador minoritário. Havendo controlador minoritário, seria considerada a participação individual do acionista, se o controle for por ele exercido individualmente, ou seria considerada a soma das participações dos acionistas que integram o bloco de controle, no caso de controle conjunto.

Ao lado da regra de oferta pública obrigatória, modelada nos termos antes propostos, outros princípios deveriam ser estabelecidos pela lei societária, ou ao menos pela autorregulação. Dentre eles, destaca-se a possibilidade de reforma ou de supressão da oferta obrigatória pela maioria acionária, e a imposição de limites objetivos à fixação do preço a ser observado na oferta — isso com o objetivo de impedir a formação de barreiras excessivamente elevadas às transações de controle. Poderiam ser adotadas medidas análogas à *break-through rule* do modelo europeu — obviamente, adaptadas à realidade brasileira.

Essas são as conclusões que este artigo apresenta, de forma preliminar, a respeito das questões que envolvem a disciplina jurídica das transferências de controle em companhias com capital pulverizado (ou sem controlador majoritário). As hipóteses aqui sugeridas merecem exame mais aprofundado da doutrina, pois parece inegável a inadequação do direito societário em vigor para disciplinar essa realidade que se impôs com tanta novidade entre nós.

O Poder de Controle na Nova Lei de Falências e Recuperações Judiciais

Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha

*Doutor em Direito pela UFMG; Mestre em Direito pela Universidade de
Michigan (Ann Arbor) e pela Universidade de Bologna.
Advogado em São Paulo. Membro do IDSA.*