

Rua Henrique Schaumann, 270, Cerqueira César — São Paulo — SP
CEP 05413-909

PABX: (11) 3613.3000

SACIUR: 0800 055 7688

De 2ª a 6ª, das 8:30 às 19:30

saraivajur@editorasaraiva.com.br

Acesso: www.saraivajur.com.br

FILIAIS

AMAZONAS/RONDÔNIA/RORAIMA/ACRE

Rua Costa Azevedo, 56 — Centro

Fone: (92) 3633-4227 — Fax: (92) 3633-4782 — Manaus

BAHIA/SERGIPE

Rua Agripino Dória, 23 — Brotas

Fone: (71) 3381-5854 / 3381-5895

Fax: (71) 3381-0959 — Salvador

BAURUR (SÃO PAULO)

Rua Monsenhor Clara, 2-55/2-57 — Centro

Fone: (14) 3234-5643 — Fax: (14) 3234-7401 — Baurur

CEARÁ/PIAUÍ/MARANHÃO

Av. Filomeno Gomes, 670 — Jacarecanga

Fone: (85) 3238-7323 / 3238-1384

Fax: (85) 3238-1331 — Fortaleza

DISTRITO FEDERAL

SIA/SUL Trecho 2 Lote 850 — Setor de Indústria e Abastecimento

Fone: (61) 3344-2920 / 3344-2951

Fax: (61) 3344-1709 — Brasília

GOIÁS/TOCANTINS

Av. Independência, 5330 — Setor Aeroporto

Fone: (62) 3225-2882 / 3212-2806

Fax: (62) 3224-3016 — Goiânia

MATO GROSSO DO SUL/MATO GROSSO

Rua 14 de Julho, 3148 — Centro

Fone: (67) 3382-3682 — Fax: (67) 3382-0112 — Campo Grande

MINAS GERAIS

Rua Além Paraíba, 449 — Logradouro

Fone: (31) 3429-8300 — Fax: (31) 3429-8310 — Belo Horizonte

PARÁ/AMAPÁ

Travessa Aginagés, 186 — Batista Campos

Fone: (91) 3222-9034 / 3224-9038

Fax: (91) 3241-0499 — Belém

PARANÁ/SANTA CATARINA

Rua Conselheiro Laurindo, 2895 — Prado Velho

Fone/Fax: (41) 3332-4894 — Curitiba

PERNAMBUCO/PARAÍBA/R. G. DO NORTE/ALAGOAS

Rua Corredor do Bispo, 185 — Boa Vista

Fone: (81) 3421-4246 — Fax: (81) 3421-4510 — Recife

RIBEIRÃO PRETO (SÃO PAULO)

Av. Francisco Junqueira, 1255 — Centro

Fone: (16) 3610-5843 — Fax: (16) 3610-8284 — Ribeirão Preto

RIO DE JANEIRO/ESPIRITO SANTO

Rua Visconde de Santa Isabel, 113 a 119 — Vila Isabel

Fone: (21) 2577-9494 — Fax: (21) 2577-8867 / 2577-9565

Rio de Janeiro

RIO GRANDE DO SUL

Av. A. J. Renner, 231 — Foz de Iguaçu

Fone/Fax: (51) 3371-4001 / 3371-1467 / 3371-1567

Porto Alegre

SÃO PAULO

Av. Antártica, 92 — Barra Funda

Fone: PABX (11) 3616-3666 — São Paulo

ISBN 978-85-02-18804-4

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Munhoz, Eduardo Secchi

Aquisição de controle na sociedade anônima / Eduardo Secchi Munhoz. — São Paulo : Saraiva, 2013.

Bibliografia.

1. Sociedades anônimas — Aquisição de controle 2. Sociedades anônimas — Leis e legislação — Brasil I. Título.

12-12840

CDU-347.725(81)

Índice para catálogo sistemático:

1. Brasil : Aquisição de controle : Sociedades anônimas : Direito comercial 347.725(81)

Diretor editorial Luiz Roberto Curia

Gerente de produção editorial Lígia Alves

Editora Thais de Camargo Rodrigues

Assistente editorial Aline Darcy Flor de Souza

Produtora editorial Clarissa Boroschi Maia

Preparação de originais Ana Cristina Garcia

Maria Izabel Barreiros Bitencourt Bressan

Arte e diagramação Cristina Aparecida Agudo de Freitas

Lais Soiano

Revisão de provas Rita de Cássia Queiroz Gorgati

Rita de Cássia S. Pereira

Marcos M. Facciolo

Serviços editoriais Vinícius Azevedo Vieira

Elaine Cristina da Silva

Capa Roney Camelo

Produção gráfica Marli Rampim

Impressão Barbra Gráfica

Acabamento Barbra Gráfica

Data de fechamento da edição: 19-10-2012

Dúvidas?

Acesso www.saraivajur.com.br

Nenhuma parte desta publicação poderá ser reproduzida por qualquer meio ou forma sem a prévia autorização da Editora Saraiva. A violação dos direitos autorais é crime estabelecido na Lei n. 9.610/98 e punido pelo artigo 184 do Código Penal.

*O primeiro livro foi para a Sofia,
Clara ainda não existia.
Agora, este é para a Clara:
Sol intenso, que me ilumina.
Ambos, porém, são das duas.
Sofia e Clara, Clara e Sofia.*

136,5 bilhões; em 2008, 99 operações, envolvendo R\$ 125,9 bilhões; em 2009, 95 operações, envolvendo R\$ 119 bilhões; em 2010, 143 operações, envolvendo 184,8 bilhões⁹³.

Em pesquisa da THOMSON REUTERS, que analisou um universo diferente de empresas, constatou-se que em 2010 as operações de fusão e aquisição quebraram dois recordes: (i) número de operações – 707 negócios contra o recorde anterior, verificado em 2007, de 699; e (ii) valor envolvido – US\$ 120,6 bilhões⁹⁴.

Tais operações não se limitaram às fronteiras do país, tornando-se frequente a aquisição de empresas estrangeiras por brasileiras, num processo de internacionalização das companhias nacionais⁹⁵.

Essa profunda transformação da realidade anterior, ocorrida no decorrer de apenas cerca de cinco anos, vem abalar as estruturas econômicas, sociais e jurídicas dominantes. Este trabalho analisa um dos aspectos centrais que decorrem dessa mudança: a disciplina das operações de aquisição de controle acionário.

Antes, porém, cabe examinar as seguintes questões: quais são os fatores que impediram o desenvolvimento do mercado de capitais nas décadas anteriores e que, por outro lado, levaram ao seu rápido crescimento a partir de 2004; que impactos o desenvolvimento do mercado de capitais tem sobre a companhia brasileira; quais são as perspectivas para o futuro. Essa análise é objeto dos próximos Capítulos.

93 Fonte: ANBIMA. Boletim Fusões e Aquisições, ano 6, n. 13, primeiro trimestre de 2011. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br>>. Acesso em: jun. 2011.

94 Fonte: Thomson Reuters. Disponível em: <<http://thomsonreuters.com>; e <<http://br.reuters.com/article/topNews/idBRSP7030OW20110104>>. Acesso em: jan. 2011.

95 No primeiro semestre de 2010, foram anunciadas 59 operações de fusão e aquisição. A aquisição de empresas estrangeiras por brasileiras representou 46,6% do volume total de recursos envolvidos nessas operações. Fonte: ANBIMA. Boletim Fusões e Aquisições, ano 5, n. 10, primeiro semestre de 2010. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/bol-fa_10-1bi.pdf>. Acesso em: jan. 2011.

CAPÍTULO II

FATORES DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

II.A. SISTEMAS DE CAPITAL CONCENTRADO E DISPERSO: DIVERGÊNCIA E CONVERGÊNCIA

Depois da Segunda Guerra Mundial, a economia, as práticas empresariais e o padrão de vida dos Estados Unidos, da Europa Ocidental e do Japão tornaram-se semelhantes. Era de se esperar, portanto, que as leis societárias desses países convergissem para um modelo dominante. Com o advento da globalização, que ampliou o teatro das atividades econômicas para a dimensão mundial, o resultado natural seria a intensificação do movimento de convergência, de tal sorte que a integração entre os sistemas societários dos diversos países, mais do que um resultado justificadamente esperado, constituiria um imperativo da realidade econômica.

Hoje, o direito societário dos diversos países possui elementos comuns, respondendo a problemas econômicos também comuns. Trata-se de características jurídicas básicas, que respondem às exigências econômicas das grandes organizações empresariais. São elas: personalidade jurídica, responsabilidade limitada, livre circulação das ações, administração por meio da investidora em órgãos com competências definidas e propriedade das ações por investidores.

Essas características, que definem a estrutura básica das grandes organizações empresariais em todo mundo, podem variar nos diversos países, mas as questões econômicas que delas derivam são fundamentalmente as mesmas, o que acarreta um importante grau de integração entre os modelos societários¹.

Não obstante essa integração, a análise dos regimes societários no século XX permite identificar a polarização entre dois grandes sistemas²:

(i) sistema de capital disperso (ou *market oriented system*), caracterizado pela presença de um mercado de capitais forte, exigência de transparência nas informações, monitoramento dos administradores e papel disciplinador de um mercado ativo de disputa pelo poder de controle (dominante nos Estados Unidos e no Reino Unido); e (ii) sistema de capital concentrado (denominado, em uma de suas variantes, de *bank oriented system*³), caracterizado pela presença de um acionista controlador (indivíduo, família ou grupo de empresas), ausência de mercado de capitais forte e timidez do mercado de controle acionário como

1 A referência obrigatória é KRAAKMAN, Renier, et al. (Eds.). *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. New York: Oxford University Press, 2009, que apresenta, com impressionante acuidade, os pontos comuns, os equivalentes funcionais e as diferenças entre os modelos societários, especialmente os dos Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha, França, Itália e Japão.

2 Como toda classificação, a definição desses dois sistemas corresponde a uma simplificação das inúmeras diferenças entre os modelos societários dos diversos países, mas que ostenta inegável utilidade para a compreensão dos problemas. O trabalho seminal de LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES e SHLEIFER (doravante, referidos como LLS) partiu dessa classificação para analisar comparativamente os sistemas societários, relacionando-os a significativas diferenças em relação à proteção legal dos acionistas minoritários (*Corporate ownership around the world*. *Journal of Finance*, n. 54, p. 471-518, 1999).

3 É o caso do modelo da Alemanha e do Japão, países nos quais as instituições financeiras exerceram historicamente papel central no financiamento de longo prazo das empresas, possuindo posição de controle em muitas delas. É o equivalente funcional do papel exercido pelo mercado de capitais e pelo mercado de controle acionário no sistema de capital disperso.

instrumento moderador (dominante na maioria dos países da Europa Ocidental e no Japão).

É interessante notar que o pilar em que se assenta a diferença entre os dois sistemas é a estrutura da propriedade acionária. A dispersão ou a concentração da propriedade acionária é a principal matriz a determinar as diferenças entre os modelos de regulação societária.

Associado a esse aspecto está o desenvolvimento do mercado de capitais. Afinal, a dispersão acionária (num grau mínimo) é condição necessária (ainda que não suficiente) para o desenvolvimento de um mercado de ações líquido e ativo. Isso porque, sem um mercado secundário ativo, ou seja, sem a possibilidade de os investidores venderem com facilidade seus títulos, torna-se inviável o desenvolvimento do mercado primário. É intuitivo que os potenciais investidores em ações hesitariam em verter sua poupança para a aquisição de títulos de difícil negociação futura, cujos resultados, ademais, não dependem diretamente do seu trabalho e supervisão⁴.

Tendo em conta que a dispersão acionária é condição necessária para o desenvolvimento do mercado de capitais e que este é um mecanismo fundamental de financiamento de longo prazo às empresas, seria razoável concluir que estas evoluiriam para o padrão da macroempresa de BERLE e MEANS⁵.

Ainda na década de 1930, BERLE e MEANS, analisando a realidade norte-americana, apontaram que as grandes companhias públicas caminhariam, no seu último estágio de maturidade, em virtude da dispersão acionária, para a separação da propriedade do capital e do controle. A dispersão do capital corresponderia, portanto, à última etapa de evolução da macroempresa⁶.

As literaturas econômica e jurídica dominantes, na esteira da análise de BERLE e MEANS, defendem a superioridade (maior eficiên-

4 Cf. EASTERBROOK, F. e FISCHER, D. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991, p. 42-44.

5 A obra *The modern corporation and private property...*, cit., é de 1932.

6 Essa foi a visão adotada, por ocasião da elaboração do anteprojeto da Lei das S.A., por LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA (*Lei das S.A.*, cit., 1992, p. 194-195).

cia) do sistema de capital disperso, baseado em um mercado de capitais forte e ativo, em relação ao sistema de capital concentrado⁷. Assim, a partir dos anos 1990, com o fenômeno da globalização, que levou à expansão do mercado financeiro e à competição entre as empresas em nível mundial, a dicotomia entre os sistemas poderia persistir ou, num exemplo de competição darwiniana, o mais eficiente prevaleceria?⁸

7 No sistema de capital concentrado, é possível identificar modelos eficientes, nos quais a capacidade de o controlador extrair benefícios particulares do controle é baixa, e modelos ineficientes, em que tal capacidade é elevada. Um dos elementos para medir essa diferença é o prêmio pago pelas ações integrantes do bloco de controle, no caso de sua transferência (prêmio de controle). Assim, quanto maior o prêmio de controle, maior a ineficiência da regulação societária. Cf. GILSON, R. e GORDON, J. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, nº 2, p. 785-843, 2003; GILSON, R., Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*, v. 119, n. 6, p. 1.642-1679, 2005; LLS. Corporate..., cit., 1999; MUNHOZ, E. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, R. e ARAGÃO, L. *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 120-159.

8 A despeito da visão dominante quanto à superioridade do sistema baseado em dispersão acionária e mercado de capitais forte, não há evidência empírica a demonstrar que as empresas com essa estrutura de capital sejam mais eficientes. Cf. MORCK, RANDALL, SHLEIFER e VISHNY. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 293-316, 1988; MCCONNELL e SERVAES. Additional evidence on equity ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, v. 27, p. 595-612, 1990; KOLE, S. R. Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data. *Journal of Corporate Finance*, v. 1, p. 413-435, 1995; MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, v. 38, nº 2, p. 163-184, 1995; HIMMELBERG, HUBBARD e PALIA. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, v. 53, p. 353-384, 1999. Sobre a realidade brasileira, cf. MUNHOZ, Desafios..., cit., 2009; OKIMURA, R. *Estrutura da propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. 2003. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003; SILVEIRA. *Governança corporativa...*, cit., 2005.

Com o objetivo de responder a essa indagação, multiplicaram-se os estudos voltados à análise comparativa dos modelos de direito societário, particularmente ao tema da governança corporativa e da estrutura da propriedade do capital das empresas⁹.

HANSMANN e KRAAKMAN defendem que o entrelaçamento desses dois sistemas culminará com o fim da história para o direito societário¹⁰. Preveem que o *shareholder-oriented model*, adotado sobretudo nos Estados Unidos e no Reino Unido, sobrepujará os demais modelos, por ser mais eficiente. Assim, o *manager-oriented system* (Estados Unidos, décadas de 1950 e 1960), o *labor-oriented* (Alemanha) e o *state-oriented* (França e países asiáticos) dariam lugar ao modelo baseado na maximização do valor dos acionistas. Ainda que algumas variações venham a persistir, segundo os autores, o modelo societário dos países será caracterizado pelos elementos centrais do *standard model*: (i) interesse de longo prazo dos acionistas na maximização do valor de suas ações definido como o objetivo maior da empresa; (ii) dispersão da propriedade do capital; e (iii) desenvolvimento do mercado de capitais como mecanismo relevante de financiamento.

Há elementos empíricos a fundamentar a visão de HANSMANN e KRAAKMAN no sentido da convergência dos sistemas em torno das características centrais do *shareholder-oriented system*¹¹. O desenvolvimento do mercado de capitais na Europa, na Ásia e em países da América Latina a partir da década de 1990, o aumento do dinamismo do mercado de controle acionário na Europa a partir da década de 1990 e o aumento da importância dos investidores institucionais nos Estados Unidos são fatores de convergência¹².

9 Cf. GORDON, J. e ROE, M. (Org.). *Convergence and persistence in corporate governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004, reunindo uma série de artigos a respeito do tema.

10 Cf. HANSMANN e KRAAKMAN. The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, v. 89, p. 439-468, 2001.

11 Cf. HANSMANN e KRAAKMAN. The end..., cit., 2001, p. 15-16 (indicam, com base em dados empíricos, a tendência de difusão da propriedade acionária na Europa, no Japão e em países da América Latina nos últimos 20 anos).

12 Cf. ROE, M. e BEBCHUK, L. A theory of path dependence in corporate gover-

É inegável, porém, a persistência de diferenças relevantes entre as estruturas empresariais dos diversos países. Ainda hoje, o nível de dispersão acionária e de desenvolvimento do mercado de capitais atingido nos Estados Unidos e no Reino Unido é completamente distinto do observado em outros países desenvolvidos, como Alemanha e França¹³.

A persistência dessas diferenças é analisada em uma série de trabalhos que, embora adotando abordagens distintas, são unânimes ao concluir que o surgimento da dispersão acionária (e o conseqüente desenvolvimento do mercado de capitais) dependem da verificação de determinados requisitos e pressupostos.

Em *Political determinants of corporate governance*¹⁴, ROE associa a persistência de modelos societários a causas culturais, sociais e políticas. As sociais-democracias europeias seriam incompatíveis com o *market oriented system*, favorecendo, por outro lado, modelos baseados na cogestão entre acionistas e trabalhadores (*codetermination*, do modelo alemão), ou ainda na influência do Estado (*state-oriented*).

Em *A theory of path dependence in corporate governance and ownership*¹⁵, ROE e BEBCHUK apontam que as estruturas dominantes em um dado instante histórico influenciam necessariamente essas mesmas estruturas no futuro. Assim, a transformação de uma estrutura caracterizada pelo capital concentrado, no passado, para uma pautada pela dispersão, no futuro, sofreria fortes obstáculos. Essa resistência decorreria de causas estruturais (*structure-driven path dependence*) e normativas (*rule-driven path dependence*). Entre as primeiras, está o fato de que um modelo de capital concentrado pode ser eficiente em virtude das instituições econômicas, políticas e sociais existentes em um dado ambiente. A transformação para um modelo diferente exigiria custos elevados para a mudança ou

nance and ownership. *Stanford Law Review*, v. 52, p. 781, 1999.

13 Encontra-se análise objetiva da realidade atual e interessante perspectiva para o futuro, em DAVIES, P. et al. *Beyond the anatomy*. In: KRAAKMAN, R. et al. *The anatomy...*, cit., 2009, p. 305-315.

14 ROE, M. *Political determinants of corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2003.

15 Cf. ROE e BEBCHUK, *A theory...*, cit., 1999.

adaptação dessas instituições. Entre as questões normativas, está o fato de que, num dado sistema, a classe empresarial dominante – acionistas (no sistema de capital concentrado) ou administradores (no sistema de capital difuso) – pode influenciar o Estado e resistir a reformas da legislação que prejudiquem os seus interesses.

Ainda BEBCHUK, em *A rent-protection theory of corporate ownership and control*¹⁶, aponta que a capacidade de o controlador extrair benefícios particulares do controle influencia de forma decisiva a estrutura da propriedade do capital. Se essa capacidade for elevada, mesmo que a dispersão do capital signifique maior valor para o conjunto de acionistas e os demais *stakeholders*, o controlador pode resistir à mudança, na medida em que a valorização da empresa não compensaria a perda dos benefícios particulares do controle.

Em *Legal determinants of external finance*¹⁷, LLSV atribuem a resistência do modelo de capital concentrado à ausência de proteção adequada aos sócios minoritários. Para LLSV, a dispersão do capital somente se torna viável ante um sistema jurídico que ofereça segurança adequada aos investidores. Não se trata apenas da lei societária, mas do conjunto de instituições necessárias para assegurar efetividade aos direitos dos minoritários. Assim, é preciso que existam mecanismos eficientes para que os investidores possam exercer os seus direitos, havendo conseqüências materiais imediatas para os controladores, caso isso não ocorra. É indispensável, portanto, a presença de instituições fortes na fiscalização e punição dos desvios verificados e a existência de um bom sistema de solução de conflitos.

COFFEE JR., em *The rise of dispersed ownership*¹⁸, considera que a maior liberdade conferida às instituições privadas para a autorregulação nos

16 BEBCHUK, L. *A rent-protection theory of corporate ownership and control*. National Bureau of Economic Research. Working Paper n. 7203, 1999. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7203>>. Acesso em: jan. 2011.

17 LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (doravante, referidos como LLSV). *Legal determinants of external finance*. *Journal of Finance*, v. 52, p. 1131-1150, 1997.

18 COFFEE JR., J. *The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*. *Yale Law Journal*, v. 111, p. 1, 2001.

países de *common law* constitui a razão principal do desenvolvimento do mercado de capitais e da dispersão da propriedade acionária. Discorda da visão de que uma lei efetiva na proteção dos acionistas minoritários deve necessariamente anteceder o desenvolvimento do mercado de capitais. A história demonstra que a ordem dos fatos é inversa.

O mercado de capitais iniciou o seu desenvolvimento nos Estados Unidos e no Reino Unido, baseado na autorregulação das instituições privadas (Bolsa de Nova York e Bolsa de Londres¹⁹), para somente numa etapa subsequente os seus atores, tendo ganhado importância econômica, e portanto força política, terem a possibilidade de influenciar reformas na legislação. A lei, portanto, é relevante para o desenvolvimento do mercado de capitais e a dispersão acionária, mas sua origem não depende dela.

O conjunto desses estudos oferece um quadro amplo e convincente dos mecanismos que influenciam o movimento de *convergência* e *resistência* dos sistemas societários dos diversos países. Se não é possível prever, nos anos vindouros, qual será a intensidade da convergência ou os limites da resistência, há consenso de que o nível de integração entre os modelos societários é, hoje, muito superior ao verificado anteriormente, sobretudo, quando se analisa a uniformização sob o aspecto funcional, e não formal²⁰.

A análise da realidade empresarial a partir da década de 1990 conduz a essa conclusão²¹. Na Europa Ocidental, a partir da segunda metade dos anos 1990, verificou-se uma significativa evolução dos mercados de capitais²², como demonstram os seguintes dados:

19 New York Stock Exchange e London Stock Exchange.

20 A convergência formal caracteriza-se pela adoção exatamente dos mesmos institutos e regras. A funcional é aquela em que se adotam institutos ou soluções diferentes sob o aspecto formal, mas que exercem a mesma função. Cf. COFFEE JR, J. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its significance. *New York University Law Review*, v. 93, p. 641, 1999; GILSON, R. Globalizing corporate governance: convergence of form or function. In: GORDON e ROE (Org.). *Convergence...*, cit., 2004, p. 128-158.

21 Cf. KRAAKMAN, R. et al. *The anatomy...*, cit., 2009.

22 Cf. VAN DER ELST, C. *The equity markets, ownership structures and control:*

(i) número de companhias abertas: entre 1990 e 1999, o número de companhias abertas na Alemanha aumentou em 90,3%, na França em 118,5% e na Espanha em 67,4%²³; (ii) relação entre valor de mercado das empresas e PIB: entre 1996 e 1999, na França, a relação passou de 38% para 117,9%, na Alemanha, de 28% para 76,7%, na Espanha, de 33% para 87% (em 1999, nos Estados Unidos a relação era 247,5% e no Reino Unido 184,5%, respectivamente)²⁴; (iii) número de ofertas públicas iniciais de ações: na década de 1990, foram 581 na França, 380 na Alemanha e 355 na Espanha, números significativamente superiores à realidade anteriormente verificada nesses países²⁵; (iv) valor captado em ofertas públicas iniciais como percentual do PIB: na década de 1990, na Holanda e na Espanha a relação foi superior à verificada nos Estados Unidos e no Reino Unido²⁶.

A evolução do mercado de capitais veio acompanhada de uma onda de fusões e aquisições que marcou o palco europeu no final dos anos 1990²⁷. Essas aquisições foram baseadas cada vez menos em financiamento bancário e mais na emissão de títulos no mercado de capitais, reduzindo significativamente a dependência das empresas

towards an international harmonization? In: HOPT, K.; WYMEERSCH, E. (Eds.). *Capital markets and company law*. Oxford: Oxford University Press, 2003. p. 3-46.

23 VAN DER ELST. *The equity...*, cit., 2003, p. 5.

24 VAN DER ELST. *The equity...*, cit., 2003, p. 8. Cf., ainda, School brief: stocks in trade, *The Economist*, Nov. 13, 1999. p. 85-86.

25 Cf. VAN DER ELST. *The equity...*, cit., 2003, p. 9.

26 VAN DER ELST. *The equity...*, cit., 2003, p. 10.

27 Cf. BLACK, B. The first international merger wave (and the fifth and last U.S. wave). *University of Miami Law Review*, v. 54, p. 799, 2000. Em 1986, 86% das operações de fusão e aquisição envolveram ao menos uma parte norte-americana, ao passo que em 1999 esse percentual caiu para 40%. No mesmo período, as operações que envolveram pelo menos uma parte europeia cresceu de 15% para 43% (Cf. STOKES, B. The M&A game's global field. *National Journal*, July 15, 2000. p. 2290). Em termos de valor da transação, a participação europeia subiu de 11% do total, em 1985, para 47%, em 1999 (BLACK, 2000, p. 799-801).

européias ao sistema financeiro²⁸. Tal movimento de fusões e aquisições levou a que, depois de longo debate e polémica, fosse aprovada diretiva, em 2004, para definir as diretrizes a serem adotadas pelas leis dos países-membros da União Europeia a respeito das operações de aquisição de controle acionário²⁹. A Diretiva baseou-se substancialmente no modelo britânico (*UK Code on Takeovers and Mergers*, de 1968³⁰), país em que prevalece o sistema de capital disperso.

Assim, ainda que num ritmo mais lento do que o preconizado pelos mais otimistas, a presença de um movimento no sentido da convergência dos modelos societários parece inegável. As diferenças e variações permanecem, mas, sobretudo do ponto de vista funcional, a convergência é patente. Nesse sentido, os fatores econômicos e a influência da globalização e da expansão do mercado financeiro parecem constituir forças superiores aos elementos de resistência, antes mencionados³¹.

II.B. DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITALS BRASILEIRO

A experiência brasileira de desenvolvimento do mercado de capitais é campo fértil para a pesquisa do tema. Os mercados de capitais dos Estados Unidos e do Reino Unido desenvolveram-se no final do século XIX e no início do século XX, portanto, há muito tempo. A efervescência do mercado brasileiro, no entanto, ocorre nos dias atuais, o que oferece farto material para reflexão e estudo.

Se o desenvolvimento do mercado de capitais depende de fatores políticos, sociais e culturais³², a realidade brasileira, cujas raízes estão fincadas em um longo passado escravista, não é naturalmente favorável a empreendimentos econômicos baseados em cooperação, união de

28 Cf. STOKES. *The M&A...*, 2000, p. 2291.

29 Diretiva 2004/25/CE, de 30.4.2004, doravante referida como Diretiva Europeia sobre Ofertas Públicas de Aquisição, Diretiva Europeia, ou simplesmente como Diretiva.

30 Doravante, referido como *Takeover Code*.

31 Cf. DAVIES. *Beyond...*, cit., 2009.

32 Cf. ROE. *Political...*, cit., 2003.

capitais, exercício do trabalho em benefício e no interesse de terceiros, como ocorre no caso das companhias abertas. Uma breve digressão sobre a realidade brasileira no século XIX é útil para compreender a questão.

No início do século XIX, Estados Unidos e Brasil se equivaliam em termos de tamanho da população e da economia³³. O que, então, levou a que, 100 anos passados, os Estados Unidos estivessem ao lado dos países europeus, como país industrializado, com economia sólida e em franco desenvolvimento, ao passo que o Brasil ostentava um triste quadro de subdesenvolvimento? Não é objeto do presente trabalho aprofundar o estudo desse tema, mas é importante ter em conta alguns dos motivos que explicam esse resultado, hoje unanimemente reconhecido pela literatura³⁴.

FURTADO observa que as diferenças sociais (...) eram profundas, pois enquanto no Brasil a classe dominante era o grupo dos grandes agricultores escravistas, nos EUA uma classe de pequenos agricultores e um grupo de grandes comerciantes urbanos dominava o país³⁵.

Para entender a realidade brasileira, é fundamental compreender a extensão e a importância da influência que deriva do modo de produção escravista. Foram centenas de anos de escravidão, somente abolida, tardiamente, no final do século XIX. A escravidão levou a que qualquer atividade relacionada ao trabalho fosse motivo de vergonha. Quem trabalha é o escravo, não o senhor, que vive da renda de suas

33 Cf. CALDEIRA, J. *A nação mercantilista*. São Paulo: Editora 34, 1999; FURTADO. *Formação...*, cit., 2009.

34 Cf. FURTADO. *Formação...*, cit., 2009; CALDEIRA. *A nação...*, cit., 1999 (apresentam interessante análise do tema, a partir de abordagens diferentes).

35 Cf. FURTADO. *Formação...*, cit., 2009, p. 165. É interessante a passagem em que FURTADO (*Formação...*, cit., p. 165) compara Hamilton ao Visconde de Cairu: "Nada é mais ilustrativo dessa diferença do que a disparidade que existe entre os dois principais intérpretes dos ideais das classes dominantes nos dois países: Alexander Hamilton e o visconde de Cairu. Ambos são discípulos de Adam Smith, cujas ideias absorveram diretamente e na mesma época na Inglaterra. Sem embargo, enquanto Hamilton se transforma em paladino da industrialização, mal compreendida pela classe de pequenos agricultores norte-americanos, advoga e promove uma decidida ação estatal de caráter positivo — estímulos diretos às indústrias, e não apenas medidas passivas de caráter protecionista — Cairu crê supersticiosamente na mão invisível e repete: 'Deixai fazer, deixai passar, deixai vender'".

dispersão do capital e de um modelo societário semelhante ao dominante nos Estados Unidos ou no Reino Unido?

Ainda que a resposta seja negativa, é fato que o desenvolvimento do mercado de capitais implicou a mudança da estrutura da propriedade de parte das companhias brasileiras, o que é suficiente para exigir uma modificação profunda da regulação societária. É do que se cuidará nos próximos tópicos.

vera bancos, antes de ter economias. Tivera artistas, antes de ter arte. Tivera conceito exterior, antes de ter consciência interna. Fizera empréstimos, antes de ter riqueza consolidada. Aspirara a potência mundial, antes de ter a paz e a força interior". Espera-se que o futuro próximo das companhias brasileiras seja no sentido do seu desenvolvimento e que não se venha a concluir, mais à frente, que o Brasil viveu um surto de desenvolvimento do mercado de capitais, em vez de progredir no caminho de ter empresas baseadas efetivamente no espírito de cooperação e de associativismo econômico.

[CAPÍTULO III]

QUADRO ATUAL DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS: CONTROLE CONCENTRADO E DISPERSÃO ACIONÁRIA

O Brasil, até a primeira década do século XXI, caracterizou-se pela elevada concentração do capital nas companhias abertas. Em regra, as companhias abertas brasileiras eram comandadas por um controlador majoritário, ou seja, titular de ações representativas de mais de 50% do capital votante.

Em estudo pioneiro sobre o tema, na década de 1980, EIZIRIK¹ observou que: (i) na média, o acionista controlador das companhias abertas possuía 70% do capital votante; (ii) em 18,69% das companhias, o controle se efetivava com 90% a 100% do capital votante; (iii) em apenas 15,13% das companhias, o controle era exercido com menos que 50% do capital votante; e (iv) em 1,10% das companhias, o controle era exercido com menos que 20% do capital votante (dados de 31 de dez. de 1985).

O quadro não se alterou até os anos 2000.

¹ EIZIRIK, N. O mito do controle gerencial – alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 66, p. 103-106, 1987.

ALDRIGHI e OLIVEIRA², analisando o período de 1997 a 2002, concluíram que 77,3% das companhias possuíam acionista controlador, sendo que em 31,8% delas o controlador era titular de mais de 90% do capital votante. O maior acionista era titular em média de 70,7% do capital votante e de 46,4% dos dividendos (*cash-flow rights*). Ainda, o maior acionista era titular de mais de 50% do capital total em 41,8% das companhias. Em 29,2% das companhias, o maior acionista possuía direito a menos que 25% dos dividendos.

LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA³, pesquisando aproximadamente 250 companhias nos anos de 1998, 2000 e 2002, concluíram que o acionista controlador era titular de mais de 50% das ações em 75% das companhias. Tendo em conta as participações diretas, verificaram que o maior acionista tinha em média 71% das ações com direito a voto. Os dados de 2002 demonstraram que 75,2% das companhias possuíam estrutura de controle indireto e que em 21,5% das companhias os maiores acionistas celebraram acordo de acionistas. Uma vez considerados a estrutura de controle indireto e os acordos de acionistas, 58,2% das companhias eram controladas por famílias, 24,9% por investidores estrangeiros (indivíduos ou sociedades), 8,9% por investidores institucionais (cias. de seguro, fundos de pensão, fundações ou fundos de investimento) e 8% pelo governo.

Os estudos antes citados são unânimes ao concluir que, no início dos anos 2000, a estrutura de controle das companhias abertas brasileiras era concentrada, prevalecendo o controle exercido por famílias. O controle indireto e os acordos de acionistas eram mecanismos utilizados com frequência para reforçar a posição de controle, a partir de uma participação menor no capital votante total da companhia. Por último, era marcante a discrepância entre poder de comando e direitos

2 ALDRIGHI, D. e OLIVEIRA, A. The influence of ownership and control structures on the firm performance: evidence from Brazil, 2007. Disponível em: <<http://www.usp.br/feacon/biblioteca.php?a=16>>. Acesso em: jan. 2011.

3 Cf. LEAL, R. e CARVALHAL-DA-SILVA, A. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile). In: LOPEZ-DE-SILANES, F. e CHONG, A. (Eds.). *Investor protection and corporate governance: firm level evidence across Latin America*. Stanford: Stanford University Press, 2007.

patrimoniais. Os controladores eram titulares, em regra, da maioria do capital votante, mas não do capital total, em virtude da emissão de ações preferenciais em volumes significativos⁴.

A partir de 2004, no entanto, com o aumento de ofertas primárias de ações no âmbito do Novo Mercado, essa realidade da companhia brasileira observou uma notável transformação. A estrutura de propriedade do capital e de controle das companhias listadas no Novo Mercado (em 2010, eram 113) é substancialmente distinta da apresentada pelas companhias que integram o segmento tradicional, e mesmo o Nível 1 e o Nível 2 da BM&FBOVESPA. Há, no universo das companhias do Novo Mercado, uma inegável tendência à dispersão do capital acionário, em nível nunca antes imaginado no Brasil.

Uma compreensiva análise empírica sobre a matéria foi realizada em 2008 por GORGA⁵, com base em dados de 2006 e 2007. O trabalho aponta que, em um conjunto de 92 companhias listadas no Novo Mercado, 65 delas eram destituídas de controlador majoritário. Tomadas essas 65 companhias, em média, o maior acionista era titular de 26,23% das ações, os três maiores acionistas eram titulares de 47,28% das ações e os cinco maiores eram titulares de 54,73% das ações. Considerando o total de companhias listadas no Novo Mercado, em média, o maior acionista era titular de 36,39% das ações⁶.

Esses dados são relativizados pela consideração dos acordos de acionistas, presentes em significativa parcela dessas companhias. Ao considerar o efeito dos acordos de acionistas, a pesquisa indica que 20 das 65 companhias anteriormente classificadas como sem acionista

4 Segundo ALDRIGHI e OLIVEIRA (The influence of ownership and control structures on the firm performance: evidence from Brazil, cit., Tabela 5, *Preferred Shares*), em 2002, 69,7% das companhias possuíam ações preferenciais; além disso, 35,3% das companhias possuíam mais de 50% do capital total em ações preferenciais.

5 Cf. GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439-554, 2009.

6 Cf. GORGA. *Changing...*, cit., 2009, Tabela 9.

controlador, na verdade, possuíam um bloco de acionistas que exerciam o controle de forma majoritária. Nessas 20 companhias, o bloco de controle era titular em média de 65,27% das ações, ao passo que a participação média do maior acionista, sem considerar o efeito desses acordos, era de apenas 28,06% das ações.

Assim, o número de companhias sem controlador majoritário reduz-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 ações⁷.

Quanto à identificação dos principais acionistas das companhias brasileiras, o estudo conclui que a presença de famílias era ainda dominante, observando-se, porém, crescente aumento da participação de investidores estrangeiros (individuais ou empresas), fundos de pensão, fundos de investimento e bancos⁸.

Merece destaque, ainda, o estudo de OIOLI⁹, com base em dados de 2007. Analisando o universo de 92 companhias listadas no Novo Mercado, concluiu: (i) 17,39% das companhias declararam não possuir acionista controlador (em 7 delas o maior acionista detinha menos que 10% do capital social); (ii) 49% das companhias não possuíam controlador majoritário (maior acionista detinha menos que 50% do capital social); (iii) o percentual médio de controle era de 51,62% (61,43% nas companhias com controlador majoritário e 35,71% nas demais); e (iv) na média, o maior acionista era titular de 36,55% do capital total (47,38% nas companhias com controle majoritário e 24,98% nas demais).

SILVEIRA¹⁰, em pesquisa realizada a partir de dados do sistema

7 Cf. GORGA. *Changing...*, cit., 2009, Tabela 9 Tabela 12.

8 Cf. GORGA *Changing...*, cit., 2009, Tabela 16.

9 Cf. OIOLI, Erik Frederico. *Oferta pública de aquisição de controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 53-63. (Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – v. 1).

10 Cf. SILVEIRA, A. *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier: 2010, p. 183. Foram utilizados os seguintes critérios para a classificação: capital disperso – companhias nas quais os 3 maiores acionistas são titulares

Economática de 2009, mas tomando o universo da totalidade das companhias abertas (ou seja, não apenas as do Novo Mercado) concluiu que 90% das companhias abertas brasileiras possuíam controlador majoritário, cerca de 9% controlador minoritário e aproximadamente 1% não possuíam controlador. A partir desses dados, conclui: *temos atualmente dois grandes modelos de governança, que podem ser chamados de 'tradicional' e 'emergente'*. Enquanto o primeiro ainda se aplica à maioria das empresas, o segundo vem ganhando força e já apresenta uma minoria relevante das companhias listadas¹¹.

Não há estudo empírico que sistematize a estrutura da propriedade das companhias listadas no Novo Mercado com dados posteriores a 2007. Contudo, há fundamento suficiente para afirmar que, desde então, manteve-se (ou mesmo se acentuou) a tendência no sentido da dispersão acionária. Isso porque, entre 2008 e 2010, ocorreram no Brasil 49 ofertas primárias de ações (33 *follow-ons* e 16 IPOs), sendo que aproximadamente 85% delas se deram no âmbito do Novo Mercado¹².

É de se notar que o número de *follow-ons* foi maior que o número de IPOs¹³. Essas operações, realizadas por companhias já listadas, indicam que as empresas brasileiras têm apresentado contínuo apetite para buscar recursos no mercado, de modo a financiar seus projetos de expansão. Em tempo relativamente curto, têm se valido de sucessivas ofertas de ações, o que, evidentemente, dilui progressivamente a participação do bloco controlador¹⁴.

de menos que 25% do capital votante; controle minoritário – companhias nas quais os 3 maiores acionistas são titulares de 25% a 49,9% do capital votante; e controle majoritário – companhias nas quais os 3 maiores acionistas são titulares de mais que 49,9% do capital votante (*Ibidem*, p. 211).

11 Cf. SILVEIRA. *Governança...*, cit., 2010, p. 183.

12 ANBIMA. *Boletim ANBIMA Mercado de Capitais*, ano 5, n. 55, dez. 2010, e seu anexo *Mercado de Capitais em números*. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/publicacoes/boletim_2010.asp>. Acesso em: jan. 2011.

13 Em 2008, foram 8 *follow-ons* e 4 IPO's; em 2009, foram 14 *follow-ons* e 2 IPO's; em 2010, foram 11 *follow-ons* e 10 IPO's (*Ibidem*).

14 Um exemplo emblemático dessa realidade é a Hypermarcas S.A.: em 2008, abriu o seu capital no Novo Mercado, captando R\$ 700 milhões; em 2009, realizou nova oferta, captando R\$ 690 milhões; e, em 2010, realizou sua terceira oferta em apenas 3 anos, captando R\$ 1,2 bilhão. Em 9 anos de

Assim, o número de *follow-ons*, verificado entre 2008 e 2010, indica que pode estar ocorrendo no Brasil, quase um século mais tarde, o processo clássico de transformação da companhia com controlador majoritário em macrocompanhia com capital pulverizado, descrito por BERLE e MEANS na década de 1930¹⁵.

A reforçar essa tese, é importante a verificação de que, pela primeira vez na história brasileira, existem companhias com elevado nível de dispersão do seu capital. Em 2007, conforme levantamento realizado pela *Revista Capital Aberto*, eram quase duas dezenas de companhias abertas com mais de 60% do seu capital votante disperso no mercado¹⁶; baseada em dados também de 2007, pesquisa realizada por OIOLI identificou 16 companhias que declararam não possuir acionista controlador¹⁷. Houve evolução acentuada do nível de dispersão até os dias atuais. Em 2011, segundo dados da BM&FBOVESPA, de um total de 125 companhias listadas no Novo Mercado nada menos que 47, ou seja, 37,5% do total, possuíam mais de 51% de suas ações em circulação no mercado, ou seja, não sendo de titularidade do acionista controlador¹⁸.

Se é cedo para afirmar que o caminho das companhias do Novo Mercado é o da pulverização do capital, diluindo-se, portanto, a figura do acionista controlador, é mais do que tempo de reconhecer que o modelo de capital concentrado deixou de ser exclusivo. Prevaecem, no Novo Mercado, companhias com certo grau de dispersão acionária, caracterizadas pela presença de blocos de acionista com participação minoritária no capital, alguns dos quais com efetivo poder de comandar

operações, a companhia realizou 28 aquisições de empresas. O maior acionista da companhia, em março de 2011, era titular de 20,34% das ações, sendo que o bloco controlador era titular de aproximadamente 40% do capital total (fonte: <<http://hypermarcas.infoinvest.com.br>>. Acesso em: mar de 2011).

15 Cf. BERLE e MEANS. *The modern corporation and private property...*, cit.

16 Cf. *Revista Capital Aberto*, v. 47, p. 30-31, 2007.

17 Cf. OIOLI. *Oferta...*, cit., 2010, p. 53-63.

18 VALLENTI, G. Crise expõe empresas sem controladores. *Valor Econômico*. São Paulo, 17 ago. 2011.

a atividade empresarial. Essa realidade já era observada em 2007¹⁹ e, a despeito da ausência de estudo empírico mais abrangente, tornou-se ainda mais clara em 2011, pelas razões antes expostas.

Os blocos minoritários, que caracterizam muitas das companhias listadas no Novo Mercado, valem-se de mecanismos de reforço do poder de comando: (i) as estruturas de controle indireto (participações acionárias piramidais), (ii) o acordo de acionistas; e (iii) a OPA estatutária²⁰.

A Lei das S.A. e o Regulamento do Novo Mercado não impedem as participações piramidais, ou as estruturas de controle indireto. Pelo contrário, a Lei das S.A. prevê expressamente o controle indireto da companhia, ao estabelecer o conceito de *sociedade controladora* (art. 243, § 2º). Também faz referência expressa ao controle indireto, ao prever a oferta pública obrigatória de aquisição de ações para a hipótese de alienação indireta do poder de controle (art. 254-A).

A título ilustrativo, na estrutura piramidal mais simples, a companhia A pode controlar indiretamente a companhia Z, ao ser titular de 51% do capital social da companhia B e da companhia C, que por sua vez são titulares, cada qual, de 25,1% do capital da companhia Z (A e C somadas possuem, portanto, mais de 50% do capital de Z). Assim, a companhia A é controladora de B e de C e, por intermédio delas, é controladora indireta de Z. Ou seja, assumindo que seja de 100 o capital social de B, de C e de Z, a companhia A, sendo titular de 51 ações de B e de C, totalizando 102 ações, pode comandar todas as demais sociedades, cujo capital social somado é de 300. Eis por que a estrutura de controle indireto (ou piramidal) permite o exercício de posições de controle a partir de participações minoritárias no capital social (A, indiretamente, possui, no exemplo, cerca de 25% do capital de Z – 25 do total de 100 ações –, mas exerce posição de controle majoritário, na medida em que controla a totalidade dos votos de B e de C). O exemplo

19 Cf. GORGA. *Changing...*, cit., 2009; OIOLI. *Oferta...*, cit., 2010.

20 Cf. GILSON, HANSMANN e PARGENDLER. *Regulatory...*, cit., p. 498, nota 69: "Although many of the existing shareholder agreements are among related parties alone, raising concerns that they effectively create a potentially opportunistic controlling coalition, others arguably exhibit independence".

também demonstra por que na análise do controle da companhia é relevante considerar a estrutura de controle indireto. Do contrário, fariam visíveis apenas as participações minoritárias de B e de C, em Z.

O acordo de acionistas é instrumento utilizado por boa partes das companhias listadas no Novo Mercado, como apontado no estudo de GORGA (2009)²¹. Por meio dele, é possível organizar de forma estruturada o bloco de acionistas, para exercício do poder de controle. Isso porque, no Brasil, o acordo de acionistas, tal como regrado pelo art. 118 da Lei das S.A., sobretudo depois da reforma de 2001, tornou-se mais do que um simples contrato entre acionistas, para transformar-se numa autêntica instância da estrutura de poder da companhia²².

Pode-se afirmá-lo em virtude principalmente das seguintes características de tal negócio jurídico: (i) pode ter por objeto a disciplina da compra e venda de ações e a preferência para adquiri-las, o exercício do direito de voto e o exercício do poder de controle (art. 118, *caput*, Lei das S.A.); (ii) é oponível a terceiros, desde que averbados nos livros da companhia (art. 118, § 1º); (iii) é suscetível de execução específica (art. 118, § 3º); (iv) seu prazo de vigência pode ser fixado pelas partes em função de termo ou de condição, caso em que somente pode ser denunciado segundo suas estipulações (art. 118, § 6º); e (v) vincula os membros dos órgãos de administração (art. 118, § 8º e § 9º)²³.

Esses elementos permitem que o acordo de acionistas constitua um instrumento hábil à organização de grupos de acionistas em blocos estáveis e duradouros, cuja atuação em termos de exercício do voto na

21 Cf. GORGA. *Changing...*, cit., 2009, Tabela 12.

22 Cf. SALOMÃO FILHO, C. Acordo de acionistas como instância da estrutura societária. In: SALOMÃO FILHO. *O novo...*, cit., 2006, p. 105-119.

23 Sobre os §§ 8º e 9º, acrescentados ao art. 118 pela reforma de 2001, confira-se EIZIRIK, N. Interpretação dos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 139, p. 159, 2005. Sobre o entendimento da doutrina a respeito dos referidos dispositivos com relação ao sistema de competência dos órgãos da companhia (art. 139, Lei das S.A.) e ao dever fiduciário dos administradores de agir com lealdade à companhia (art. 154, Lei das S.A.), confira-se ADAMEK, M. *Responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 145-146.

companhia seja sempre uniforme. Tem-se, portanto, nos acordos de acionistas, instrumentos idôneos à formação de blocos de controle majoritário, ou mesmo minoritário, como tem sido usual nas companhias do Novo Mercado²⁴.

O terceiro mecanismo de reforço do poder de controle, frequentemente utilizado pelas companhias do Novo Mercado, são as chamadas *poison pills brasileiras*²⁵. A principal e mais frequente modalidade corresponde a cláusulas inseridas nos estatutos sociais das companhias que impõem ao acionista a obrigação de lançar uma oferta pública para aquisição

24 Era bem essa a função do acordo de acionistas, visualizada pelos autores do anteprojeto da Lei das S.A.: “A criação de macroempresas com capital pulverizado somente seria possível a longo prazo, e a lei procurou facilitar e aumentar a eficiência de todos os instrumentos de associação de grupos empresariais, sob a forma de holdings, joint ventures, consórcios e – principalmente – acordos de acionistas, aos quais a lei buscou atribuir segurança jurídica que estimulasse os empresários a utilizá-los na formação de grupos de controle” (LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, *Lei das S.A.*..., cit., 1992, p. 796). Os autores parecem não ter atentado para o risco de o entrenchamento de blocos minoritários para o exercício do controle ser um motivo impeditivo da formação de macroempresas com capital pulverizado, ainda que no longo prazo.

25 O termo *poison pill* tem sido empregado pela mídia e pela doutrina brasileiras. Foi emprestado do direito societário norte-americano, que o utiliza para referir-se a uma das técnicas possíveis de defesa contra aquisições hostis de controle, ou mesmo a um conjunto dessas técnicas. Cf. LIPTON, M. e ROWE, P. Pills, polls and professors: a reply to professor Gilson. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 27, p. 1-35, 2002. Embora o significado da expressão seja muito diferente nos Estados Unidos, de onde foi originada, no Brasil difundiu-se para designar as cláusulas estatutárias de companhias que estabelecem a obrigação de lançar oferta pública de aquisição, desde que assumida a titularidade de um percentual mínimo de ações. A expressão, porém, pode confundir, pois parece indicar que a única técnica de defesa contra ofertas hostis de aquisição é a que decorre dessa espécie de cláusula estatutária, o que não é verdadeiro, dadas as inúmeras modalidades de defesa possíveis, seja antes da oferta (*pre-bid defenses*), seja após o seu lançamento (*pos-bid defenses*). Sobre isso, cf. NASCIMENTO, J. *Medidas defensivas à tomada de controle de companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. Por isso, neste trabalho, embora haja algumas referências a *poison pill brasileira*, a expressão preferencialmente adotada para referir-se a essa espécie de cláusula estatutária, um das modalidades de defesa pré-oferta, é: OPA por atingimento de participação mínima, ou simplesmente OPA estatutária.

das ações dos demais, se atingir a titularidade de um percentual mínimo, normalmente fixado entre 10% e 35% das ações²⁶. 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%)²⁷.

De um universo de 84 companhias sem controlador majoritário listadas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), GORGA aponta que 47 companhias, ou 56% do total, possuem OPAs estatutárias, especialmente da modalidade antes referida²⁸. PINTO e YAZBEK registram que tais cláusulas estão presentes nos estatutos de 63 companhias, 60 das quais listadas no Novo Mercado²⁹.

Para reforçar a OPA estatutária diversas companhias contemplam em seus estatutos regras que a protegem de futuras reformas³⁰. A forma mais comum é 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 estatuto³¹.

26 Sobre a OPA, cf. GORGA. *Changing...*, cit., 2009; CARVALHOSA, M. As poison pills estatutárias na prática brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO e ARAGÃO. *Direito...*, cit., 2009, p. 19-29; TOLEDO, P. Poison pill: modismo ou solução? In: CASTRO e ARAGÃO. *Direito...*, cit., 2009, p. 158-176; MUNHOZ, E. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. In: CASTRO, R. e AZEVEDO, L. (Orgs.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 285-324; PRADO, R. Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro. In: CASTRO e AZEVEDO. *Poder...*, cit., 2010, p. 375-410; ZANINI, C. A poison pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK. *Temas...*, cit., 2011, p. 256-277.

27 Cf. PINTO e YAZBEK. Memorando ao Parecer de Orientação CVM n. 36/2009. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp>, 2008>. Acesso em: jan. 2011. Os autores anotam que, num universo de 59 companhias com OPAs estatutárias obrigatórias, 77,4% delas exigem prêmio. O prêmio é superior a 30% em 30 companhias, das 59 analisadas.

28 Cf. GORGA. *Changing...*, cit., 2009, Tabela 26.

29 Cf. PINTO e YAZBEK. Memorando..., cit., 2008.

30 Essas cláusulas são chamadas de cláusulas pétreas em PINTO e YAZBEK. Memorando..., cit., 2008.

31 *Ibidem*. Cf., ainda, GILSON, HANSMANN e PARGENDLER. *Regulatory...*, cit., 2011, p. 499.

O interessante é que, na maioria dos casos, o percentual mínimo de ações que dispara a obrigação de lançar a oferta pública de aquisição é inferior à participação detida pelo bloco de controle³². A justificativa apresentada para a cláusula, nessa hipótese, é que sua função não é evitar aquisições hostis de controle, mas sim assegurar a manutenção do nível de dispersão acionária³³. Sobre esse aspecto em particular, e outros temas relevantes relacionados às OPAs estatutárias das companhias brasileiras, serão tecidas considerações mais pormenorizadas adiante.

Para o escopo deste Capítulo não é o caso de aprofundar o estudo dos mecanismos de reforço do poder de controle antes mencionados. Importa, sim, a conclusão de que as companhias do Novo Mercado representam uma novidade fulgurante no cenário brasileiro. O sistema societário nacional, antes caracterizado pela elevada concentração do capital, agora enfrenta o desafio de disciplinar companhias caracterizadas pela dispersão acionária, em menor (controle minoritário) ou em maior (sem acionista controlador) grau.

32 Cf. GORGA. *Changing...*, cit., 2009; MUNHOZ. *Transferência...*, cit., 2010; ZANINI. *A poison...*, cit., 2011, p. 265-266, este apresentando tabela comparativa entre participação do bloco controlador e percentual que dispara a obrigação da oferta pública de aquisição estatutária.

33 Cf. PINTO e YAZBEK. Memorando..., cit., 2008. Nesse aspecto, a poison pill brasileira afasta-se completamente da poison pill da realidade norte-americana, cuja razão única de ser é a defesa contra tentativas de aquisição hostil de controle. Cf., ainda, CARVALHOSA. *As poison...*, cit., 2009; TOLEDO. *Poison...*, cit., 2009; MUNHOZ. *Transferência...*, cit., 2010; PRADO. *Desconcentração...*, cit., 2010; e ZANINI. *A poison...*, cit., 2011.