

*Calixto Salomão Filho*

***O NOVO DIREITO  
SOCIETÁRIO***

*3ª edição,  
revista e ampliada*

 **MALHEIROS  
EDITORES**

## *Capítulo IX*

### **ALIENAÇÃO DE CONTROLE: O VAIVÉM DA DISCIPLINA E SEUS PROBLEMAS**

*1. Introdução. 2. Liberdade de disposição dos acionistas. 3. Alienação de controle e interesse dos minoritários. 4. Alienação de controle e interesse social: 4.1 Considerações gerais; 4.2 O papel dos administradores: 4.2.1 A solução norte-americana; 4.2.2 A solução alemã; 4.2.3 Conflito de interesses formal?. 4.2.4 Técnicas de defesa: legitimidade. 5. Conclusão.*

#### **1. Introdução**

A privatização teve impacto direto e bastante paradoxal sobre a mudança legislativa ocorrida em matéria de alienação do controle societário. É o exemplo mais preocupante do casuísmo legislativo em matéria de direito societário.

Nos anos 90, na tentativa declarada de facilitar e baratear o processo de privatizações, o governo fez aprovar a Lei 9.457, de 5 de maio de 1997. Esse projeto eliminou, como é sabido, a chamada oferta pública de aquisição de controle dos artigos 254<sup>1</sup> e 255 da lei societária, em uma tentativa de “baratear” as aquisições de controle.

1. V. a respeito do dispositivo e sua efetividade no antigo regime de oferta pública, R. Nioac Prado, “Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições, aos acionistas minoritários - art. 254 da Lei 6.404/76 e Resolução CMN 401/76 - é efetivo mecanismo de proteção aos minoritários”, in *RDM* 106 (abril/junho 1997), p. 83.

Eliminando a extensão obrigatória da oferta pública aos minoritários permitiu, na prática, que se adquirisse o controle majoritário de companhias com a titularidade de ações representando, em situações limite, apenas 16,7% do capital total.<sup>2</sup>

Essa regra tem vários efeitos, econômicos e societários. Economicamente, sem dúvida, estimula aquisições. Por outro lado, pode desestimular os movimentos de crescimento interno. Como revela a doutrina, com base na experiência prática, é do regime mais ou menos *favorável* à aquisição de controle que depende a escolha entre expansão interna e externa. Em presença de uma regulamentação favorável, a tendência natural será a de preferir a expansão externa, feita através da aquisição de empresas, à expansão interna, feita através de investimentos e potencialização da própria atividade produtiva. Ora, essa última é, ao menos à primeira vista, mais eficiente do ponto de vista econômico concorrencial, já que importa em aumento da capacidade produtiva global.<sup>3</sup> Nota-se, portanto, que a regra pode ter efeitos econômicos inesperados e sem dúvida indesejáveis.

O mesmo se pode dizer em relação aos “efeitos colaterais” societários. Ao eliminar a regra da extensão obrigatória da oferta pública, a mudança legislativa então introduzida criou um problema relevante para os adquirentes do controle. Na verdade, sem o respaldo dos minoritários, abriu-se um largo campo para a discussão do interesse social na alienação de controle e de sua eventual possibilidade de contestação por minoritários, administradores da companhia ou terceiros.

Findas as privatizações, resolveu o governo inverter novamente a regra. A Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, prevê no dispositivo 254-A a extensão de 80% do preço da aquisição de controle aos acionistas titulares de ações com direito a voto.

Essa mudança, obviamente, não fez eliminar o conflito no momento da alienação de controle. Apenas definiu de forma diversa os pólos, substituindo a oposição majoritário/minoritário pela outra, ordinaristas/preferencialistas. Agora, portanto, interesses de ordinaristas e preferencialistas parecem estar mais do que nunca distanciados.

2. A hipótese é de uma sociedade que esteja fazendo uso do limite legal de 1/3 de ações ordinárias e 2/3 de preferenciais.

3. Cf. E. J. Mestmäcker, *Europäisches Wettbewerbsrecht*, München, Beck, 1974, p. 110; U. Immenga, “Der Preis der Konzernierung”, in *Festschrift für Böhm*, 1975, p. 253.

## 2. Liberdade de disposição dos acionistas

A pergunta logicamente subsequente é: se essa afirmação é verdadeira, como possibilitar a tutela do interesse social nas aquisições de controle? A quem atribuir o dever de defendê-lo?

Existem duas alternativas distintas: ou reconhecer a existência de um dever fiduciário do controlador quanto à alienação de suas ações (ou seja, uma limitação no interesse da empresa de seu direito real de propriedade), ou atribuir aos administradores o poder-dever de tutelar o interesse social na alienação de controle.

Analisemos a primeira hipótese. O artigo 116 da lei societária faz referência ao dever do controlador de respeitar o interesse social, utilizando a palavra poder. Tal poder, decorrente do direito de propriedade do controlador sobre as ações, ainda que não redutível a ele, manifesta-se não apenas no seu uso (direito de voto) mas também em sua alienação (direito de disposição). Ademais, como explica F. K. Comparato, exercendo o controlador verdadeiro poder de disposição sobre os bens de outrem (os minoritários), “não somente tem uma função social, mas é uma função social. A atividade empresarial deve ser exercida pelo empresário nas sociedades mercantis, não no interesse próprio mas no interesse social, *i.e.*, de todos os sócios *uti socii*. Trata-se, portanto, de um poder-dever, a meio caminho entre o *ius* e o *munus*”.<sup>4</sup>

A pergunta que então se coloca é: se esse poder-dever do controlador existe exclusivamente no âmbito das decisões societárias ou também prevalece no âmbito de negócios extra-societários como na realização de negócios com ações representativas do capital da sociedade? Para os autores que pretendem reconstruir as relações entre sócios como relações fiduciárias ou ainda baseadas nos deveres de lealdade típicos do *trust*, a resposta é uma afirmativa simples. Decorre diretamente da amplitude dos deveres de lealdade no *trust*.<sup>5</sup>

A razão para a resposta afirmativa pode ser, no entanto, ainda mais direta e baseada na negativa da existência de negócio extra-societário. Exatamente por ser um poder dever ou uma função pública, os bens que instrumentalizam o controle devem estar aptos a desempenhá-la. Evidentemente, alienar o controle para pessoa ou grupo de pessoas que possam trazer prejuízo à organização empresarial não cumpre essa fun-

4. Cf. F. K. Comparato, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 1983, pp. 100-101.

5. V. E. Salomão Neto, *O trust e o direito brasileiro*, São Paulo, Editora LTr, 1996, pp. 155 e ss.

ção. Assim, o negócio de alienação de controle, exatamente por não envolver apenas o bem “ações”, mas o verdadeiro controle sobre a organização empresarial e conseqüentemente o controle de patrimônios e até destinos alheios, não pode ser considerado um negócio privado.<sup>6</sup>

A diferença entre a construção baseada no dever fiduciário e aquela baseada na função social do poder de controle não é, no entanto, meramente acadêmica. Tem relevantes conseqüências práticas. Enquanto a primeira vê no controlador um fiduciário ou um *trustee* dos acionistas minoritários,<sup>7</sup> a segunda impõe ao controlador marcadamente deveres relativos à comunidade em que atua e à própria sociedade.

Como já demonstrado em doutrina, ambas foram acolhidas pela lei societária. O artigo 116, parágrafo único, da lei é de resto demonstração flagrante dessa acolhida.

Se é assim, cumpre verificar as hipóteses e conseqüências das diferentes capitulações legais.

## 3. Alienação de controle e interesse dos minoritários

Em primeiro lugar, é preciso identificar a conseqüência do descumprimento de um dever fiduciário perante o minoritário. Trata-se, segundo doutrina e jurisprudência, da possibilidade de pleitear a divisão do sobrepreço obtido pelo acionista majoritário.<sup>8</sup> Esses dispositivos são mencionados inclusive como base para a criação da disciplina brasileira da oferta pública de aquisição de controle. Hoje, limitada a extensão da oferta pública aos detentores das ações com direito a voto, cumpre indagar se e em que casos seria possível a aplicação dos dispositivos referentes aos deveres fiduciários mesmo em ausência de lei.

De imediato, salta aos olhos que a proteção de deveres fiduciários, ainda que previstos em lei, por parte de terceiros prejudicados na alienação de controle só poderá ocorrer em presença de demonstração de existência de prejuízos. Trata-se portanto de uma espécie do gênero responsabilidade extracontratual societária, semelhante à prevista para os casos de abuso de poder e análoga, para os minoritários, ao previsto no artigo 246 da Lei das S.A. para a proteção da sociedade.

6. V. H. Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, München, Beck, 1980, p. 451.

7. Cf. E. Salomão Neto, *O trust e o direito brasileiro*, cit., pp. 102 e ss., com transcrição de casos da jurisprudência anglo-saxônica em que o dever fiduciário na alienação de controle é definido como tendo como beneficiário o acionista minoritário (verdadeiro *cestui qui trust*).

8. Cf. *supra*, nota 6.

Ora, não se pode identificar a existência de prejuízos em qualquer alienação de controle. Por mais que se pretenda proteger os interesses dos minoritários com ações sem direito a voto, não é possível fundamentar a obrigatoriedade de extensão da oferta pública a todos, existente na lei antiga, na necessidade de evitar um prejuízo material para todos os minoritários. Trata-se, ao contrário, da tentativa justa, em face de um legítimo princípio de democracia acionária, de estender um benefício ao minoritário.

Essa é a regra geral. Mas então é possível perguntar: não existem casos em que a inclusão de todos os minoritários no processo de alienação de controle é obrigatória para evitar-lhe um prejuízo? A resposta é afirmativa. As hipóteses são de mais fácil identificação que à primeira vista possa parecer.

Uma primeira hipótese, bastante óbvia, é aquela em que a alienação de controle, por si só, é capaz de fazer baixar o valor das ações da companhia. Imagine-se, por exemplo, que a reputação do adquirente sugira ao mercado uma radical mudança de avaliação relativamente à companhia.<sup>9</sup> Nessa hipótese o prejuízo para os minoritários é bastante evidente.

Existem, no entanto, hipóteses menos claras e mais recorrentes em que o prejuízo é também relevante. Toda vez que em função da alienação de controle a sociedade sofrer alteração profunda a ponto de pôr em risco sua utilidade para o acionista, haverá sério potencial de prejuízo. Ora, como visto no Capítulo II desta obra, o interesse social identifica-se ao interesse à formação de uma organização a mais eficiente possível, *i.e.*, a que melhor capacidade tenha de organizar o feixe de contratos por ela envolvidos. Conseqüentemente existe um sério potencial de prejuízo para o minoritário quando essa organização é alienada ou de qualquer forma há o risco de que venha a desaparecer ou ser englobada por outra.

Um exemplo pode ajudar a esclarecer a hipótese aventada. Trata-se de decisão relativamente recente do STJ, ainda na vigência dos dispositivos societários, da regra original de 1976 sobre extensão da oferta

9. V., nesse sentido, G. Cunha Pereira. *Alienação do poder de controle acionário*, São Paulo, Saraiva, 1995, p. 60, que, após identificar esse possível prejuízo, afirma, justificando a então vigente regra da oferta pública: "Do ponto de vista contratual não é demais relembrar que cessão de controle se lhes assoma (aos minoritários) como *res inter alios acta*". Por isso a regulação societária da matéria (v. Cap. II) preocupou-se em compor alguns desses interesses na companhia aberta, indo inclusive, nalguns aspectos, mais longe do que aqui se indica.

pública aos acionistas minoritários.<sup>10</sup> Tratava-se de aquisição de controle de instituição financeira, aquisição esta destinada a posterior incorporação. Decidiu-se, contrariamente à orientação administrativa e jurisprudencial vigentes, que o valor do sobrepreço pago aos controladores e aos minoritários detentores de ações ordinárias deveria também ter sido pago aos detentores de ações preferenciais. Duas são, portanto, as peculiaridades do caso. Em primeiro lugar, o fato de tratar-se de hipótese em que misturado e talvez incindível do valor do controle, encontrava-se o valor objetivo e mensurável da carta patente. Em segundo lugar, o fato de, no momento da aquisição, já se saber que ela seria seguida de uma incorporação.

A decisão em análise é importantíssima e talvez pioneira em se tratando de jurisprudência brasileira no reconhecimento da diferença entre cessão de controle e cessão da organização empresarial. Essa diferença, identificada em doutrina já há algum tempo,<sup>11</sup> passa agora a ter reconhecimento jurisprudencial.

O acórdão, citando F. K. Comparato, afirma que há cessão da empresa no caso de alienação seguida de incorporação. Diz o acórdão que "tudo se passa como se a sociedade incorporadora houvesse adquirido a totalidade do acervo empresarial da incorporada, pagando a essa o preço dessa aquisição".

Nesse caso, admite o acórdão, ainda citando a doutrina, "ser antijurídico que esse preço total da aquisição da empresa (não o preço de aquisição do controle, simplesmente) seja distribuído aos acionistas da incorporada desproporcionalmente à sua participação no acervo empresarial".

É necessário indagar, no entanto, se apenas no caso de transferência do acervo empresarial, com desaparecimento da personalidade jurídica, esse tipo de prejuízo pode ocorrer. O simples dado formal, relativo à permanência ou não da personalidade jurídica, não pode ser considerado

10. REsp 34.834-5-PR, 3ª Turma, Rel. Min. Waldemar Zweiter, j. 14.9.1993 (v. transcrição e comentário do acórdão em *RDM* 95, julho-setembro 1994, p. 91).

11. A expressão "cessão da organização empresarial" foi introduzida por F. K. Comparato, *O poder de controle na sociedade anônima*, Rio de Janeiro, Forense, 1983, p. 250, que a utiliza indiferenciadamente da expressão cessão da empresa e sempre no sentido de alienação seguida de incorporação. Como se tentará demonstrar abaixo, cessão da organização empresarial pode ocorrer em maior número de casos e não exclusivamente naqueles em que há desaparecimento posterior da personalidade jurídica.

relevante, como de resto demonstram as tendências atuais de relativização do conceito de personalidade jurídica.<sup>12</sup>

Inserir a sociedade em uma outra estrutura empresarial, ainda que com manutenção da personalidade jurídica, fez supor uma possível alteração da perspectiva de lucro do acionista. Quando essa inserção é acompanhada de uma mudança do direcionamento empresarial, essa perspectiva é ainda mais presente. Não é possível alterar a organização empresarial à qual aderiram em função de determinada expectativa de lucro sem atingir gravemente os interesses dos minoritários. Nesse sentido, eles são titulares não apenas do acervo empresarial, mas também da organização empresarial, tanto quanto os controladores, devendo receber o co-respectivo pelo seu valor quando da alienação de controle.

Mas em que casos se pode dizer que ocorre uma cessão da organização empresarial? Para que isso ocorra é necessário que seja possível identificar, por parte do cessionário, a intenção de alterar substancialmente o direcionamento empresarial, de modo a alterar ou deslocar o centro de coordenação da influência recíproca entre os atos societários.<sup>13</sup>

Na verdade, o legislador já previu a maioria dos casos de alteração da organização empresarial nas hipóteses legais que justificam o direito de recesso (art. 136 c/c art. 137, *caput*, da Lei das Sociedades Anônimas): alteração do objeto, participação em grupo de direito, fusão, incorporação etc.<sup>14</sup>

12. Na doutrina italiana chega-se a considerar a discussão a respeito da personalidade jurídica encerrada para os comercialistas já a partir da metade dos anos 60, com a publicação dos trabalhos de F. Galgano e F. D'Alessandro (respectivamente "Struttura logica e contenuto normativo del concetto di persona giuridica", in *Rivista di diritto civile*, v. I, 1965, e "Persone giuridiche e analisi del linguaggio", in *Studi Ascarelli*, Milano, 1963, p. 92), não podendo mais a personalidade jurídica representar "una premessa per il discorso operativo del giurista" (v. C. Angelici, "Recenti decisioni in tema di interesse sociale e personalità giuridica", in *Giurisprudenza commerciale*, 1977, I, p. 948). Na Alemanha o mesmo ocorreu já nos anos 50, com a publicação do clássico trabalho de W. Müller-Freienfels, "Zur Lehre vom sogenannten 'Durchgriff' bei juristischen Personen im Privatrecht", in *Archiv für die civilistische Praxis*, 1957, p. 522; no Brasil essa tendência crítica é representada principalmente por J. L. Correa de Oliveira. *A dupla crise da personalidade jurídica*. São Paulo, Saraiva, 1979.

13. É a essa coordenação que dá-se o nome de organização na teoria societária (v. P. Ferro Luzzi, *I contratti associativi*, Milano, Giuffrè, 1976, p. 179).

14. Como se verá no item 4, o direito de recesso não serve, no entanto, de substituto eficiente à oferta pública aos minoritários.

Mas não todos. Existem hipóteses de cessão da organização empresarial não previstas entre os casos de direito de retirada. Duas são as hipóteses básicas em que isso pode ocorrer.

Em primeiro lugar a aquisição de controle seguida de incorporação. Nessa hipótese o legislador já previu compensação para o acionista minoritário. Nesse ponto foi bastante feliz a Lei 10.303, de 31.10.2001, ao eliminar as dúvidas criadas pela redação original da Lei 6.404/76 e deixar claro que o acionista controlador terá sempre o direito de receber o reembolso de suas ações pelo patrimônio líquido avaliado a preços de mercado ou segundo seu valor econômico, à escolha do minoritário (v. a nova redação dada ao artigo 264 pela Lei 10.303, de 31.10.2001).<sup>15</sup> Isso faz com que eventual valor pelo controle que tenha sido pago ao acionista majoritário deva necessariamente ser levado em conta na avaliação do patrimônio da companhia adquirida, ou seu valor econômico. Evidentemente, em se tratando de companhia aberta ou fechada, se sobrevalor foi atribuído à companhia pelo novo controlador, isso significa que esse é o valor de mercado da companhia ou a sua perspectiva de rentabilidade. Ora, reconhecer esse fato nada mais é do que admitir que o valor do controle pertence à companhia. Se não deve ser pago a ela, como defendido no clássico ensaio de Berle e Means,<sup>16</sup> ao menos deve ser repartido entre todos os acionistas.

A segunda hipótese é a de aquisição de controle com posterior constituição de grupo de direito. Não existe garantia de pagamento de preço justo, já que o valor da retirada pode ser igual e até mesmo inferior ao valor do patrimônio líquido (v. artigo 45 da Lei 6.404/76). Por outro lado, como é sabido a regulamentação brasileira dos grupos de direito permite a subordinação expressa dos interesses da sociedade e também a distribuição desigual de resultados e prejuízos (v. artigo 276). Ora, é evidente então a cessão da organização, passando o feixe de interesses e contratos a ser centrado na sociedade controladora e não mais na controlada. Nesse caso, não há como não reconhecer aos minoritários

15. Na vigência da lei anterior isso nem sempre ocorria nas companhias abertas, pois a avaliação a preços de mercado a partir do valor de Bolsa, prevista no antigo artigo 264, §3º, "a", freqüentemente era inferior ao atribuído à companhia quando da aquisição do controle. Isso ocorria sobretudo se a incorporação era deliberada algum tempo após a aquisição (o que, obviamente, com freqüência ocorria), já que a lei previa a apuração dos preços de mercado nos últimos 30 dias antes da incorporação.

16. A. Berle e G. Means. *The modern corporation and private property*. Transaction Publishers, New Brunswick. London, pp. 216-217.

rios sem direito a voto, no momento da alienação de controle, parte do sobrepreço oferecido aos controladores, sob pena de descumprimento de seus deveres fiduciários e prática de ilícito civil (por parte do antigo e do novo controlador, em co-autoria), passível de indenização.

Além dessas hipóteses, seria de se cogitar de existência de cessão da organização naqueles casos de grupos de direito em que há a clara formação de um novo e único centro de interesses. Isso é bastante comum naqueles casos de aquisição de controle de concorrentes. Aí a subordinação de interesses é a regra. Como, no entanto, não existem elementos estruturais e legais claros a demonstrar a existência de cessão da organização (como o desaparecimento da personalidade jurídica no caso da incorporação e do desaparecimento da independência de decisões no caso de grupos de direito), não parece possível presumir a existência de cessão de organização. Os minoritários ficam portanto adstritos à proteção imperfeita e incompleta da regra de conflito de interesses da lei societária.

Em conclusão, pode-se afirmar que a limitação do sobrepreço pago pelo controle aos acionistas controladores – e minoritários com direito a voto (parcialmente) – justifica-se apenas quando esta é direta contraprestação do direito de voto. Ou seja, quando o comprador está pagando a mais meramente pelo interesse de empregar capitais sob gestão alheia (no sentido de gestão empresarial e não meramente administrativa). Nesse caso o sobrepreço é pura contraprestação do voto.

Ora, isso ocorre, exatamente, naqueles casos em que ao novo controlador não interessa dispor ou redirecionar a organização societária, mas sim mantê-la funcionando e operante, maximizando tanto quanto possível os lucros. Interessante é notar que nesses casos, normalmente, as avaliações realizadas para venda do controle não se fazem levando em conta diretamente o valor do patrimônio líquido somado aos valores imateriais, mas sim a perspectiva de rentabilidade da empresa, já que o interesse do adquirente não é dispor da organização, mas sim obter o lucro que esta pode gerar. Não há, portanto, valores imateriais que sejam sonogados aos acionistas minoritários. Não há, conseqüentemente, qualquer prejuízo.

Ao contrário, quando o controlador pretende radicalmente redirecionar a organização societária, o potencial prejuízo aos minoritários é evidente. Na nova organização, seu interesse passa a ser um interesse meramente externo, que, como tal, exige adequada e justa compensação.

#### 4. *Alienação de controle e interesse social*

##### 4.1 *Considerações gerais*

Uma vez determinado de que forma os interesses particulares dos acionistas minoritários podem ser afetados na alienação de controle, importa agora verificar como o interesse social pode ser atingido pela mesma operação. Para isso releva indagar como os vários titulares do interesse social podem ser atingidos pela operação, ou seja, é preciso atribuir um titular ao interesse social para que ele seja convenientemente protegido.

O primeiro grupo de interesses a ser analisado é o externo. Pergunta-se: qual é ou quais são os interesses externos dignos de tutela durante a aquisição do controle?

Dentro dos interesses chamados externos menciona-se, quase intuitivamente, o interesse público em geral. Também esse termo merece especificação. Pode-se em primeiro lugar imaginar a existência de um interesse público em geral na manutenção de um livre mercado de aquisições de companhias. Para os defensores dessa linha liberal, todos, acionistas, trabalhadores e investidores, seriam beneficiados pela alocação ótima dos fatores proporcionada pela existência de um livre mercado de participações acionárias. Segundo essa mesma linha, admitir que algum órgão societário, em especial a administração, possa tentar impedir alienações de controle implicaria aumentar os custos da operação e torná-la inconveniente em toda uma série de casos nos quais a perspectiva de lucro se torne menor que os custos da operação. Chega-se a afirmar inclusive que todas as normas que implicassem custos indiretos para o adquirente, como as que impõem ônus de publicidade e divulgação, seriam pouco eficientes em termos de otimização da alocação de recursos.<sup>17</sup>

A tais afirmações, baseadas nos precisos pressupostos juspolíticos dos quais parte a Escola de Chicago, pode-se opor que a contínua sujeição da empresa a ataques impede a programação e utilização dos recursos para investimentos a longo prazo. E são exatamente tais investimentos os mais úteis para a economia como um todo.

O segundo grupo de interesses é também o mais relevante, por ser independente de qualquer tipo de pressuposto juspolítico. Tal grupo é constituído pelos interesses internos, que por sua vez podem ser dividi-

17. Cf. R. Posner, *Economic Analysis of Law*. 2ª ed., Boston-Toronto, 1977, pp. 303 e ss.

dos em dois grupos de interesses básicos: o dos acionistas e o dos trabalhadores. A divisão supra não indica um necessário antagonismo ou diversidade de interesses. De um lado, o interesse dos trabalhadores inclui o interesse à manutenção da empresa (o que na Alemanha vem caracterizado pela clássica expressão *Erhaltungsinteresse*). De outro, o interesse dos acionistas não pode ser avaliado de maneira unívoca.

Devem-se diferenciar basicamente dois tipos de minoritário: o minoritário *especulador*, interessado no lucro a curto prazo e para o qual é tendencialmente suficiente o sobrepreço oferecido pelo potencial adquirente, e o minoritário *investidor*, interessado na manutenção de sua posição acionária e nos dividendos que a sociedade pode lhe proporcionar a longo prazo.

Esse último minoritário tem um interesse muito mais semelhante ao dos trabalhadores que ao do minoritário especulador. Seu interesse é basicamente a manutenção da empresa e o investimento produtivo, não sendo portanto minimamente tutelado por qualquer regra ou interpretação que venha a ele estender o sobrepreço pago pelo controlador.

A pergunta que se coloca é: em que medida e de que forma os interesses desses grupos são tuteláveis quando da alienação de controle? Poder-se-ia argumentar, por exemplo, que os acionistas que desejam permanecer na sociedade são protegidos pelas regras societárias a respeito da proteção dos minoritários, não necessitando de proteção especial quando da alienação de controle.

Tal tipo de afirmação traduz uma confusão entre o interesse do minoritário enquanto tal e o seu interesse enquanto titular do interesse social. O interesse social, como fórmula genérica, requer definição não somente do ponto de vista objetivo, mas também do subjetivo: minoritários investidores e trabalhadores são co-titulares do interesse à manutenção da empresa enquanto forma de manter a organização produtiva mais adequada. Assim, quando se fala em tutela dos interesses dos minoritários e trabalhadores na alienação de controle, quer-se significar ambos os grupos enquanto titulares do interesse social. O interesse dos dois grupos, enquanto tal, pode ser protegido por regras específicas de direito societário e trabalhista após e apesar da alienação de controle.<sup>18</sup> No entanto o seu interesse enquanto co-titulares do interesse

18. Com relação especificamente aos interesses dos trabalhadores, tem-se proposto a obrigação de discussão dos planos do novo adquirente com os representantes dos trabalhadores, desde que esses planos envolvam modificações relevantes para os mesmos (como perda de empregos etc.). Em caso de divergência tem-se até sugerido o recurso a um Tribunal arbitral, sempre porém sem qualquer interferência

social deve ser protegido no momento da aquisição, na medida em que essa ponha em risco a preservação de uma organização produtiva eficiente.

A casuística relativa à concreta periclitación do interesse social através de uma alienação de controle é muito expressiva. Imagine-se o caso de tentativa de aquisição de controle proveniente de pessoas cuja ligação ao nome da empresa pode ser negativo do ponto de vista comercial. A tentativa do crime organizado de adquirir poderio financeiro através de aquisições de controle é realidade de nossos dias. As consequências, danosas para a reputação da sociedade perante o mercado, são também inegáveis.<sup>19</sup> Não seria lícito aos administradores pôr em moto técnicas de defesa?

Ou imagine-se o caso, não pouco freqüente, de aquisição financiada por terceiros em que há o razoável temor de que o adquirente não disponha de meios suficientes para fazer frente aos débitos e venha a utilizar-se do patrimônio social para cobri-los – nesse caso o prejuízo patrimonial dos minoritários é evidente. Essa última hipótese se insere na casuística mais ampla de realização com a sociedade de negócios lesivos ao seu patrimônio.<sup>20</sup>

Pode-se finalmente cogitar do caso de aquisição por concorrente, em que os planos do adquirente são inserir a sociedade adquirida em uma estrutura grupal, em que perderá valor o seu interesse social em função do interesse de grupo.<sup>21</sup>

na negociação do controle em si – cf. P. Behrens, “Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer europäischen für Übernahmeangebote”, in *ZGR/1975*, pp. 433-449.

19. Nesse sentido, H. J. Mertens, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, v. 2º, § 76, Rdn 26.

20. V. Mertens, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, cit.

21. V., em especial, dois casos que deram ensejo a interessantes debates sobre o tema, Pirelli – Continental AG e Vodafone AirTouch – Mannesmann. Em ambos os casos, a oferta de aquisição do controle de empresas alemãs se deu de forma hostil, contra a vontade de administradores e trabalhadores das empresas. As preocupações de administradores e trabalhadores, nos dois casos, diferiam daquelas dos acionistas, referentes ao valor de venda de suas ações ao grupo estrangeiro adquirente. Intensas discussões foram travadas a respeito do modelo renano de capitalismo e da estrutura orgânica empresarial alemã, essencialmente diversa daquela adotada pelo modelo anglo-saxão. Para administradores e trabalhadores, a polêmica sobre a alienação do controle não girava em torno do “por quanto” vender, mas, sim, “como” vender a empresa, e em que medida o controle por grupos estrangeiros afetaria a participação de administradores e trabalhadores na gestão empresarial. T. Baums, em palestra apresentada no Fórum de Governança Corporativa de Estocolmo, em dezembro de 1993, demonstrou de forma clara como a Alemanha aber-

#### 4.2 O papel dos administradores

A pergunta logicamente subsequente é: como possibilitar a tutela do interesse social nas aquisições de controle? A quem atribuir o dever de defendê-lo?

O órgão historicamente encarregado dessa mediação entre interesses dos acionistas e interesse social é a administração. Ocorre, no entanto, que, como também a lição histórica tem demonstrado, nem sempre a administração tem se mostrado um mediador confiável. Frequentemente interesse do controlador e interesse social têm se confundido, e os administradores acabam sendo defensores dos primeiros com o escudo dos últimos.<sup>22</sup>

Pode-se dizer que duas condições são fundamentais para a existência de um grau confiável de independência da administração, que possa fazer pressupor sua imparcialidade. Em primeiro lugar, uma estrutura econômica de razoável diluição do controle. Em segundo lugar, uma estrutura societária que garanta um mínimo de separação orgâni-

tamente defende seu modelo de gestão empresarial: “the attack launched by Italy’s Pirelli on the German tire maker Continental AG has been warded off successfully by the support of German banks and the government of a Federal State (...) German industry as well as our government has always, until today, blocked plans of the EC-Commission to introduce legislation that would ease hostile takeovers. The debate whether and under what conditions hostile takeovers should be permitted is still continuing” (T. Baums, *Corporate governance in Germany - System and recent developments*). Em novembro de 1999, o debate sobre voltou à cena com a aquisição hostil da Mannesmann pela inglesa Vodafone AirTouch. Houve forte rejeição à oferta feita pela Vodafone por parte dos sindicatos de trabalhadores alemães e conselhos de trabalhadores da Mannesmann. Seu objetivo era a defesa da cultura empresarial alemã baseada no envolvimento dos empregados na gestão empresarial, tendo a classe trabalhadora recebido forte apoio dos principais partidos políticos da Alemanha. A reação da Vodafone foi uma campanha para obter a aceitação da sociedade alemã e a simpatia da classe trabalhadora. Em 24 de novembro, o presidente da Vodafone, Chris Gent divulgou carta aberta aos trabalhadores da Mannesmann, publicada nos principais jornais alemães, afirmando que a fusão das duas empresas: i) não resultaria em demissões; ii) os direitos dos empregados, sindicatos e conselhos de trabalhadores seriam plenamente reconhecidos e que o sistema de participação dos trabalhadores na gestão da Mannesmann seria mantido; iii) a geração de futuros empregos favoreceria a região em que estava instalada a Mannesmann; iv) as tradicionais divisões industriais da Mannesmann seriam separadas em companhias independentes sob a supervisão da administração atual, e decidida pelo corpo executivo e de supervisão da Mannesmann; e v) divisão clara e independente entre a Mannesmann e o grupo Vodafone.

22. Foi o que aconteceu e foi tão criticado na lei societária alemã de 1965 (v. H. Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, cit., pp. 301-302).

ca. Com a privatização, o Brasil fez muitos progressos no primeiro aspecto. Infelizmente, a Lei 10.303 perdeu a boa oportunidade de introduzi-los também no segundo.

Ainda assim e exatamente para que se torne possível a atuação independente dos administradores, é preciso verificar quais são as condutas possíveis e analisar sua legalidade e eficácia. Para isso o estudo do direito comparado é fundamental.

##### 4.2.1 A solução norte-americana

Às perguntas formuladas acima, em dois casos foram dadas respostas diametralmente opostas. No primeiro caso, ocorrido nos Estados Unidos, tratava-se de estabelecer se, em vista de uma oferta pública da *Paramount* pelas ações do *Time*, a um preço quase 90 dólares superior a seu preço médio de negociação em Bolsa nos últimos dois meses, dever-se-ia admitir o comportamento hostil da diretoria do *Time* e, acima de tudo, o uso de uma articulada operação defensiva que tornava impossível a manutenção da oferta por parte da *Paramount* e que, conseqüentemente, privava os acionistas do *Time* da oportunidade de decidir quanto a aderir ou não à oferta e, por conseguinte, obter o sobrepreço oferecido. A Corte Suprema do Delaware, de grande reputação em matéria societária,<sup>23</sup> indo além de seu precedente entendimento, afirmou a legitimidade da ação dos administradores.<sup>24</sup> Esses não haviam descumprido os seus deveres (fiduciários), pois pertencia à sua exclusiva avaliação discricionária determinar a adequação dos termos da oferta pública (era, portanto, coberta pela *business judgement rule*), não existindo por parte dos administradores “any *per se* duty to maximize shareholder value in short term, even in the context of a take-over”.

Essa decisão deve evidentemente ser entendida dentro do contexto norte-americano, onde ainda se confia plenamente no mercado como forma de tutela do interesse social. Em jurisprudência essa tendência é evidente. As decisões mais restritivas contra o operar dos administradores são aquelas que exigem do administrador a prova de sua boa-fé e de sua informação adequada (*good faith and reasonable investigation*) com relação ao uso de técnicas defensivas,<sup>25</sup> ou o dever de utilizar téc-

23. Um conhecido autor norte-americano já se referiu, significativamente à referida corte como “our (nearly) Supreme Court of corporate law”: J. Gordon, “Corporations Markets and Courts”, in *Columbia Law Review* 1991, pp. 1.931-1.932.

24. 571 A.2d 1.140 (del. 1989).

25. Cf. “Cheff vs. Mathes”, 199 A. 2d 548 (Del. 1964), e sobretudo “Unocal vs. Mesa Petroleum Co.”, 493 A. 2d 946 (Del. 1985): “Because of this omnipresent



nicas defensivas proporcionais à oferta do agressor (*reasonable in relation to the threat posed*).<sup>26</sup> Fornecida tal prova, poder-se-á valer da presunção, estabelecida pela *business judgement rule*, de que uma escolha consciente tenha sido feita no interesse da sociedade e não no interesse próprio em manter o cargo.

A jurisprudência prevalecente não opera nem mesmo essa inversão do ônus da prova. Deve demonstrar o conflito de interesses aquele que queira contestar as decisões do órgão administrativo.<sup>27</sup>

É importante notar que essa posição jurisprudencial é acidamente criticada pela doutrina, sobretudo aquela de vertente liberal (Escola de Chicago). Para esses teóricos defender a companhia contra potenciais aquisições de controle é sempre negativo. Segundo eles, o mercado de aquisições de controle é fundamental para garantir a eficiência da companhia e dos próprios administradores. Argumentam os teóricos mais extremados que o preço de uma ação é composto de dois valores: o preço que alguém está disposto a pagar por ela no presente e o preço que alguém estará disposto a pagar por ela no futuro. Para eles qualquer técnica que leve à resistência desincentiva potenciais ofertas futuras e, portanto, diminui o valor da companhia para os acionistas.<sup>28</sup> A

specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgement rule may be conferred. In the face of this inherent conflict directors must show that they had reasonable grounds for believing that a danger to corporate policy and effectiveness existed because of another person's stock ownership. However, they satisfy that burden by showing good faith and reasonable investigation" (pp. 954 e ss.).

26. V., novamente, "Unocal vs. Mesa Petroleum Co.", 493 A. 2d 946 (Del. 1985), p. 955, e também "Moran vs. Household International Inc.", 500 A. 2d 1346 (Del. 1985). Em alguns casos em que se considerou ilegítima a defesa utilizada pelos administradores por desrespeito ao dever de diligência v.: "Nolin Corp. vs. Rooney Pace Inc.", 744 F. 2d 264 (2d Cir 1986), ambas com aplicação da lei do Estado de Nova York.

27. V., por todos, "Panter vs. Marshall Field & Co.", 646 F. 2d 271 (7th Cir. 1981); "Pogostin vs. Rice", 480 A. 2d 619 (Del. 1984); sempre com referência ao direito do Delaware. Em "Northwest Industries vs. B. F. Goodrich Co.", 301 F. Supp 706 (N.D. 11, 1969) se sustenta que o *management* tinha o dever fiduciário de resistir às ofertas públicas que "in its best judgement, are detrimental to the company or its shareholders".

28. Para outras referências jurisprudenciais v. a resenha contida em M. Lipton, H. Steinberger. *Takeovers & Freezeouts*, v. IA, New York, NY, 1978 (edição permanente por fascículos, última atualização 1991), pp. 544 e ss. F. Easterbrook e D. Fischel, "Management fiduciary duty and takeover defenses", in Romano, *Foundations of corporate law*, New York-Oxford, Oxford University Press, 1993, p. 267 (268).

opinião hoje prevalente em doutrina, apesar de liberal, é um pouco menos estremada. Considera-se que os administradores podem se opor a uma aquisição de controle apenas como forma de aumentar o valor de venda da companhia, isto é, em presença de uma proposta de aquisição eles podem (e devem) promover um leilão da companhia, obtendo para os acionistas o maior valor possível por suas ações.<sup>29</sup>

#### 4.2.2 A solução alemã

O outro caso ocorreu do outro lado do Atlântico, na Alemanha, ambiente, como já mencionado, muito mais avesso às escaladas que os Estados Unidos.

Na Alemanha, os óbices à ação dos potenciais adquirentes são estruturais, ou seja, ligados à própria estrutura das grandes sociedades alemãs, o que torna a ação defensiva dos próprios administradores menos necessária.

Na verdade, sobretudo nos anos 70 com o enriquecimento dos países produtores de petróleo, certas tentativas de lá provenientes de adquirir o controle de sociedades alemãs deram lugar a reações de tipo nacionalista, tendentes à "Schulz der deutschen Wirtschaft gegen Überfremdung",<sup>30</sup> que se concretizaram na adoção pela maioria das grandes sociedades alemãs de medidas estatutárias de proteção.

A mais importante e mais comum delas é a introdução de *Hochstimmrechte*, limitação ao direito de voto do acionista individual, que independentemente do número de ações possuídas não tem direito em geral a representar mais que 5% do capital votante nas Assembléias Gerais.<sup>31</sup> Isso aumenta a importância dos pequenos acionistas, e dos

29. R. Gilson, "Seeking competitive bids versus pure passivity in tender offer defense", in R. Romano, *Foundations of corporate law*, cit., p. 271.

30. Cf. H. J. Otto, "Übernahmeveruche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr", in *Der Betrieb*, 1988, n. 12, pp. 1-6. À época chegou-se a sustentar, com argumento de escassa juridicidade, que com o enriquecimento dos países produtores de petróleo o preço das ações deveria ser considerado "kein regulativ mehr für eine angemessene Verteilung zwischen inländischen und ausländischen Engagements in der Bundesrepublik" (cf. M. Lutter U. H. Schneider, "Die Beteiligung von Ausländern an inländischen Aktiengesellschaften-Möglichkeiten der Beschränkung und Vorschläge de lege ferenda", in *ZGR* 1975, p. 182).

31. Cf. H. J. Otto, "Übernahmeveruche bei Aktiengesellschaften und Strategien der Abwehr", cit., p. 7. A utilização de tal tipo de expediente estatutário ainda que muito criticada em doutrina, foi considerada legítima pela Jurisprudência (v. decisão do BGH de 19.12.1977, in *Der Betrieb*, 1978, p. 540).

Bancos, tradicionais depositários de suas ações, que por eles votam nas Assembléias (§ 135, *AktG*). Os Bancos, em geral, costumam atuar em linha com a administração, com a qual já operam.

Existe ainda um óbice que decorre diretamente da lei das sociedades. Trata-se da estrutura bipartida da administração social. Como é sabido, quem escolhe a diretoria (*Vorstand*) é o *Aufsichtsrat*, órgão formado nas grandes empresas (mais de 2.000 empregados) por representação paritária entre trabalhadores e acionistas.<sup>32</sup> Caso o novo controlador quisesse modificar a composição do *Vorstand* antes do fim do mandato deveria, antes de tudo, destituir os representantes do sócio no *Vorstand* com minoria de dois terços (§ 103, Abs. 1, *AktG*), para depois tentar encontrar, através de seus novos representantes, uma razão relevante (*wichtiger Grund*) que justificasse a destituição dos administradores (§ 84, Abs. 3, *AktG*).

Não é necessário muito raciocínio para convencer-se que, em presença de uma tal estrutura, as escaladas contrárias à vontade dos administradores são praticamente impossíveis. Daí a quase inexistência na história societária recente alemã de decisões judiciais a respeito de disputas entre potenciais adquirentes e administradores quando de tentativas de aquisição de controle.<sup>33</sup>

Em presença de uma tal estrutura é interessante notar o tipo de reação que uma tentativa de escalada provocou na doutrina alemã. Trata-se da tentativa de aquisição por parte da *Pirelli* italiana da *Continental* alemã. O caso, análogo àqueles dos anos 70, nos quais investidores estrangeiros tentaram adquirir controle de sociedades alemãs contra a vontade dos administradores, provocou em doutrina opiniões contrárias

32. Trata-se de paridade relativa, pois em caso de empate em qualquer votação, o presidente, necessariamente um representante dos sócios, tem voto dobrado (§ 29, Abs. 2, *Mitbestimmungsgesetz*, 1976).

33. As decisões existentes, dos anos 60 e 70, são todas permissivas com relação à atuação defensiva dos administradores. Na decisão do BGH de 6.10.1960 admitiu-se um aumento de capital promovido pelo *Vorstand* com exclusão do direito de preferência dos acionistas (previsto no estatuto) com base na afirmação de que o sócio minoritário que tentava adquirir o controle “die Gesellschaft vernichten wolle”: v. *BGHZ* 33/175. Em uma outra decisão, já no período “protecionista” (decisão do BGH de 6.2.1977), admitiu-se a introdução de limites ao direito de voto com base na afirmação (*obiter dictum*) que: “konnte von jeher für eine AG die Notwendigkeit auftreten, sich gegen eine Überfremdung von In- oder Ausland her abzuschirmen, die Unabhängigkeit des Vorstands zu stärken, Kleinaktionäre vor einem zu grosser Einfluss von Paketinhabern zu schützen und so den Charakter einer Publikumsgesellschaft dem ursprünglichen gesetzlichen Leitbild entsprechend zu wahren” (*NIW* 1978, p. 541).

a um papel autônomo dos administradores na alienação de controle.<sup>34</sup> Tal tipo de opinião assume tom claramente europeu. Basta notar que a recente diretiva prevê um estrito dever de abstenção por parte dos administradores de qualquer atuação tendente a impedir a efetivação da transferência.<sup>35</sup>

#### 4.2.3 Conflito de interesses formal?

Cada uma das diferentes soluções apresentadas acima contém pressunções não de todo aceitáveis, motivadas pelas peculiaridades jurisdiccionais dos respectivos ambientes que lhes deram origem. Assim é que a solução americana, ao confiar quase que totalmente na *business judgment rule* do administrador como critério para determinar se deve ou

34. Trata-se do artigo de U. Immenga, “Des Spiel von Conti und Pirelli”, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9.3.1991. O autor, na realidade, afirma a necessidade de “Förderung eines grenzüberschreitendes Marktes für Unternehmenskontrolle” em vista da união européia. O artigo marca também uma aparente revisão das opiniões expressas em um trabalho anterior (“Der Preis der Konzernierung”, in *Festschrift*, Böhn, 1975, p. 253) sobre a relação entre regulamentação societária da oferta pública e concentração. Enquanto nesse último artigo afirmou que o favorecimento societário das aquisições de controle tinha efeitos concorrenciais negativos (p. 255), no artigo mais recente afirma que “Transaktionen am Markt für Unternehmenskontrolle führen unabhängig von ihrer Form zu Konzentration oder Dekonzentration”, não havendo um efeito concorrencial sensível.

35. O art. 9º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição (in *Jornal Oficial* n. L 142 de 30.4.2004, pp. 12-23) prevê que: “2. No período referido no segundo parágrafo, o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de accionistas para o efeito antes de empreender qualquer acção susceptível de conduzir à frustração da oferta, exceptuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assumia o controlo da sociedade visada. Esta autorização é obrigatória, pelo menos a partir do momento em que o órgão de administração da sociedade visada recebe as informações referidas no primeiro período do n. 1 do artigo 6º e enquanto o resultado da oferta não for tornado público ou a oferta não terminar. Os Estados-Membros podem impor a antecipação do momento a partir do qual esta autorização deva ser obtida, por exemplo, logo que o órgão de administração da sociedade visada tomar conhecimento da iminência da oferta”. A lei italiana que regula a oferta pública de aquisição de controle (Decreto Legislativo n. 58, de 24.2.1998) também exige, em seu art. 104, a manifestação assemblear para a prática de qualquer ato contrário à mudança do controle: “1. Salvo autorizzazione dell’assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane le cui azioni oggetto dell’offerta sono quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell’Unione Europea si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta”.

não agir, desconsidera a peculiar situação em que se encontra o administrador. O critério do administrador, ao decidir, pode não ser motivado exclusivamente por razões negociais, mas também por interesses próprios, de manutenção do cargo. Em uma tal situação, presumir a boa-fé dos administradores parece no mínimo arriscado.

A solução oposta também não pode ser aceita sem restrições. Proibir a atuação dos administradores implicaria presunção absoluta de conflitos de interesse. Tal solução impediria a atuação dos administradores em casos extremos, em que é necessária sua atuação no sentido de proteger o interesse social. Normativa e intérprete são equilibrados quando tomam como parâmetro os casos típicos, sem no entanto usar fórmula que impeça a resolução dos casos extremos.

A falha de entendimento dos que vêm na posição dos administradores um conflito de interesses formal está em contrapor o interesse dos administradores a permanecer em seus cargos com o interesse social na venda. Ocorre que, como visto supra, os componentes do interesse social na alienação de controle são vários e não permitem sua restrição ao interesse a eventual sobrepreço. Até porque, como é óbvio, este não reverte em benefício da sociedade, mas sim dos sócios. Se assim é, e não existindo por parte dos administradores, como com lógica afirmou a Delaware Supreme Court, “any *per se* duty to maximize shareholder value in short term, even in the context of a take-over”,<sup>36</sup> não há porque impor aos administradores qualquer dever de abstenção.

Tampouco o interesse dos administradores é *a priori* identificável ao fracasso da aquisição de controle. Caso, em uma hipótese mais improvável, o administrador tenha se oposto aos interesses do controlador em vender suas ações, tal conflito não é sequer imaginável, pois o fracasso da tentativa de aquisição de controle é tão perigoso para sua manutenção no cargo quanto o sucesso.

Mas sequer no caso de tentado *take-over*, sem participação do majoritário (como visto acima, por não querer vender ou não existir), em que a atuação contrária do administrador não é contrária a qualquer posição majoritária interna, pode-se pressupor o conflito.

E aqui se chega ao segundo ponto relevante do problema. Diferenciar entre o conflito de interesse potencial e o efetivo.

Com relação aos administradores, o direito positivo brasileiro reconhece hipóteses de conflito de interesses formal, em que a própria

36. V., *supra*, nota 24.

natureza do negócio implica conflito de interesses.<sup>37</sup> É o caso de negócios jurídicos onerosos entre administrador e sociedade, em que a oposição de interesse fez parte de sua natureza. No entanto, ao reconhecimento da *fattispecie* em termos formais não corresponde uma definição formal da sanção. A aplicação das sanções depende da demonstração de o negócio ter sido prejudicial à sociedade. Ao administrador cabe afastar-se da deliberação ou operação em que considera estar em conflito de interesses com a sociedade (art. 156, *caput*). Não o fazendo, não será posteriormente objeto de verificação a sua posição na deliberação ou negócio, mas, sim, sua atuação. Assim é que será necessário demonstrar que o negócio foi feito em condições não equitativas para a companhia (art. 156, § 2º). Não basta um interesse potencial ou provável do administrador. É necessário que o conflito de interesses se concretize na atuação.<sup>38</sup>

Note-se que até agora só se falou de conflito de interesses em matéria de negócios realizados entre sócio e sociedade. Evidentemente as hipóteses de conflito de interesse não se resumem a esse caso. No caso típico que aqui interessa, não se cogita de negócio com a sociedade. Ao contrário, o administrador, através de sua atuação, tenta impedir um negócio que envolve a sociedade. Tratar-se-ia, no caso, de aplicar a regra genérica do art. 156, *caput*, que prevê ser vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tenha interesse conflitante com o da companhia. Aqui, novamente, em razão da supracitada desproporcionalidade entre definição da *fattispecie* e sanção, não pode ser dado ao dispositivo interpretação ampla a ponto de impedir a atuação do administrador. Até porque não é possível interpretar o dispositivo de forma conflitante com o art. 155, III, que prevê entre os deveres de lealdade do administrador ser-lhe vedado “omitir-se no exercício ou proteção dos direitos da companhia”. Uma eventual discrepância entre os dois textos só pode ser evitada admitindo-se uma verificação casuística do conflito.

Assim sendo, pode-se afirmar que, ao contrário do que é feito com relação ao controlador,<sup>39</sup> não existem hipóteses de presunção de existên-

37. Cf. M. Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 5º, São Paulo, Saraiva, 1982, *sub. art.* 156, p. 172. No mesmo sentido, v. decisão do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Proc. RJ2004/5494, de 16.12.2004.

38. Cf. L. G. P. B. Leães, “Conflito de interesses”, in *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*, São Paulo, Ed. RT, 1989, p. 32.

39. Com relação ao controlador, o art. 115, § 1º, prevê hipóteses de vedação absoluta, em que o conflito de interesses é presumido.

cia de conflito de interesses. O conflito de interesses do administrador no direito brasileiro é de natureza substancial, devendo ser apurado casuisticamente. É exatamente essa característica que desloca o interesse principal para a análise das técnicas de defesa individualmente consideradas.

#### 4.2.4 Técnicas de defesa: legitimidade

Trata-se aqui de analisar técnicas de defesa em sua maioria importadas, já que, como foi dito, no Brasil, em face da concentração de poderes nas grandes companhias, raramente são utilizadas.

Isso não quer dizer, no entanto, que o seu estudo careça de utilidade. Pode-se, ao contrário, demonstrar um eficiente instrumento de incentivo exatamente à desconcentração acionária, na medida em que acionistas majoritários que participem da administração ou nela tenham confiança podem sentir-se encorajados a democratizar o capital da companhia, caso estejam seguros de que podem defender o controle em caso de tentativa de escalada.<sup>40</sup> É evidente que tal tipo de medida só será realmente eficiente se acompanhada de uma redução da participação proporcional das ações sem direito a voto no capital da companhia, que em seu atual valor (até dois terços do capital com relação às companhias constituídas antes de 31 de outubro de 2001, exceto as companhias fechadas que pretenderem abrir o capital após tal data, e metade do capital a partir de 1º de novembro de 2001, com relação às companhias constituídas a partir dessa data, ou no momento de abertura do capital social, com relação às companhias fechadas já existentes em 31 de outubro de 2001) permitem ao controlador capitalizar-se sem dispor de seu poder.

A breve análise que se seguirá será dividida em técnicas estruturais, ou seja, possíveis em decorrência da legislação societária, e aquelas chamadas estatutárias, tornadas possíveis através da introdução de cláusulas específicas nos estatutos, mais conhecidas como *poison pills*.

Dentro do primeiro grupo, o mais famoso meio de defesa é talvez aquele conhecido como *greenmail*, ou seja, a aquisição por parte da própria sociedade das ações por um preço tão alto a ponto de induzir o pretendente a renunciar a oferta. Trata-se de técnica evidentemente nociva na medida em que leva a sociedade à aquisição de seu próprio patrimônio, motivo pelo qual tem sido proposta a sua proibição nos

40. Cf. E. Salomão Neto. "Brazilian Poison Pills: rare but legitimate", in *International Financial Law Review*, fevereiro/1992, v. IX, n. 2, p. 38.

Estados Unidos.<sup>41</sup> No Brasil, o art. 30 da Lei das S.A. estabeleceu limites quantitativos para a negociação da companhia com as próprias ações (a aquisição não pode exceder o saldo de lucros ou reservas, exceto a legal). A Instrução CVM/10, de 14.2.1980, resolveu definitivamente a questão com relação às ofertas públicas, dispondo em seu art. 2º, "e", a vedação de aquisição das próprias ações por parte da companhia, "quando estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações".

Outro importante meio de defesa utilizado no exterior é a disputa direta entre adquirente externo e administrador pelo controle. No direito positivo brasileiro não parece haver qualquer óbice *per se* a uma tal atuação dos administradores, desde que evidentemente não constitua aproveitamento de informações privilegiadas havidas em razão do cargo (art. 155, I, da Lei das S.A.). O artigo é aplicável, apesar de a operação envolver em linha direta apenas interesses dos eventuais alienantes, por prever um dever de abstenção independente de dano.

Falta ainda mencionar uma última e importante técnica estrutural, consistente nas alienações e aquisições de bens tendentes a tornar desinteressante a sociedade alvo para o potencial adquirente.

Devem-se analisar separadamente as alienações das aquisições. Caso típico do primeiro grupo é a alienação dos principais itens do ativo permanente da empresa. Evidentemente que tal venda não pode consistir na alienação da própria *azienda*, pois implicaria alienação simulada do controle da companhia. Pode consistir, no entanto, em venda de bens sem os quais a empresa perde interesse para o adquirente. Novamente aqui a análise deve ser casuística: a alienação de qualquer item que comporte diminuição da capacidade produtiva da empresa não pode ser considerada compatível com o interesse social. Não assim para vendas que objetivem livrar a sociedade de elementos não diretamente relacionados à sua atividade principal, mas que têm grande valor para o potencial adquirente. Nesse caso a alienação é até recomendável, pois evita um potencial desvirtuamento da atividade social futura em função dos interesses do adquirente. Há que se notar que, como já ressaltado, a alienação de bens do ativo permanente inclui-se entre as competências naturais do Conselho de Administração (art. 142, VIII). Dessa maneira, caso o único objetivo da aquisição seja o bem e haja fundado receio de desvio de atividade da companhia em caso de alienação de controle,

41. Cf. nesse sentido J. Coffee. "Regulating the market for corporate control in 84" (1984), *Columbia Law Review*, pp. 1.145 e ss.

o voto do conselheiro, acionista representante do grupo controlador, em sentido contrário à venda é passível de anulação com base em conflito de interesses (v. discussão supra).

Diferente é o caso da aquisição de controle de outras companhias. Tal técnica consiste freqüentemente na aquisição de concorrente visando a criar óbices do ponto de vista concorrencial. No Brasil, seria necessário que a empresa resultante dominasse no mínimo 20% do mercado (o art. 54, § 3º, da Lei 8.884, de 11.6.1994).

O segundo grupo de técnicas de defesa é o que se convencionou chamar de técnicas estatutárias. Trata-se de técnicas conhecidas no direito norte-americano como *poison pills*. A mais comum é a emissão de títulos de vencimento condicionado a uma alienação de controle. Fala-se tanto na emissão de debêntures como de bônus de subscrição respectivamente resgatáveis e exercitáveis em caso de alienação de controle em condições muito favoráveis para o titular, de modo a impedir ou tornar desinteressante a aquisição para o potencial adquirente do controle.

Sua aplicação ao direito brasileiro levanta, no entanto, dúvidas de diversas naturezas. A primeira delas é quanto à sua conveniência. A emissão de tais títulos é geralmente acompanhada de cláusula que permite à administração da sociedade resgatá-los quando achar oportuno. Tal cláusula é necessária para impedir a utilização dos títulos inclusive naquelas ofertas amigáveis, não hostis à diretoria e à empresa. Ocorre que do ponto de vista puramente civil, tal cláusula seria de validade extremamente duvidosa, em face da vedação legal das condições meramente potestativas (art. 122, 2ª parte, do Código Civil).

Mas existe uma outra consideração a ser feita. Enquanto através das outras técnicas, ou da maioria delas, cogita-se de intervenção na relação comprador/vendedor no (potencial) interesse de um terceiro (a sociedade) sem que a conclusão do negócio jurídico possa ser considerada *per se* lesiva, através dessa técnica se cogita da inserção da sociedade em um dos pólos do negócio jurídico (como emissora de ações ou devedora de debêntures) realizado necessariamente em condições favoráveis aos adquirentes para interferir na compra e venda. O potencial prejuízo que poderia ser causado por um futuro adquirente não parece ser suficiente a justificar o dano incorrido no negócio jurídico realizado com a sociedade. No conflito entre um interesse potencial e futuro e um interesse patrimonial atual, parece que a atuação do administrador favorável ao primeiro supera os limites da *business judgement rule*, caracterizando concreto descumprimento do dever de atuação no

interesse da sociedade, previsto no art. 154, *caput*, e conseqüentemente induz à sua responsabilidade nos termos do art. 158, II da mesma lei.<sup>42</sup> A admissibilidade e efetividade da *poison pills* no direito brasileiro é portanto, no mínimo, bastante duvidosa.

## 5. Conclusão

Em ausência de uma regulamentação protetiva dos minoritários na alienação do controle, interesse do controlador e interesse social encontram-se potencialmente muito mais dissociados no momento da alienação. A Lei 10.303 nada fez para alterar essa situação. Aumentou apenas discretamente o “preço” da aquisição de controle (pela combinação entre redução do limite máximo de preferenciais e 50% do capital votante e extensão – limitada a 80% – do preço pago pelo controle aos detentores de ações com direito a voto). Por outro lado, manteve a exclusão dos acionistas sem direito a voto dos benefícios da oferta pública obrigatória. Permanece, portanto, o potencial conflito majoritário/minoritário sem voto na alienação de controle.

É preciso, portanto, elaborar em doutrina e jurisprudência uma tipologia de casos que a atuação do controlador é claramente prejudicial aos minoritários e de casos em que há sério risco de pôr em cheque interesses vitais da empresa e de quais medidas podem ser tomadas para proteger ambos os interesses.

Nesse trabalho procurou-se demonstrar que a construção dessa tipologia deve ter por base os diferentes efeitos que a alienação de controle pode ter sobre a organização empresarial. Se o efeito for meramente a transformação de estrutura e não a sua destruição, o que deve ocorrer é a correta compensação daqueles grupos de interesses – no caso, os minoritários – que de internos à organização, passam a representar um feixe de interesses por assim dizer externos ao interesse social, já que a mudança da forma organizativa é feita sem o seu consentimento.

Por outro lado, se o efeito potencial for a destruição da organização empresarial, perfeitamente legitimada estará a defesa da sociedade contra a própria alienação de controle. Toda a construção doutrinária do poder-dever do controlador ganha então sentido aplicativo. As técnicas administrativas de defesa contra a alienação de controle ganham,

42. Cf., com posição contrária, E. Salomão Neto, “Brazilian Poison Pills: rare but legitimate”, cit., p. 38.

portanto, significado prático. O pleito de indenização perante o ex-controlador e os administradores diante de eventual fracassada defesa encontram plena base nos artigos 246 e 156 da lei das sociedades anônimas.

Espera-se ter demonstrado que o que se defende não é uma aplicação indiscriminada das técnicas de defesa. A crítica da vertente liberal da doutrina societária americana é bastante eloqüente no sentido de demonstrar a incoerência e periculosidade para o sistema econômico de um mercado de aquisição de controle impenetrável. Por outro lado, a permanência da organização empresarial atende a outros valores que não simplesmente o econômico de curto prazo. Daí o fundamento desse Capítulo e o sentido dessas reflexões.

## Capítulo X

### **INFORMAÇÃO COMPLETA, DIREITO SOCIETÁRIO E MERCADO DE CAPITAIS**

*1. O princípio da informação completa: importância para o mercado de capitais. 1.1 A informação plena; 1.2 A informação acessível a todos. 2. A questão estrutural: poder de controle e assimetria de informação. 3. Conclusões.*

Editadas no mesmo ano, as leis de mercado de capitais (Lei 6.385/1976) e societária (Lei 6.404/1976) partiram da concepção lógica de que uma não poderia ser compreendida e, talvez, sequer aplicada, sem a outra. A própria exposição de motivos de ambas deixa clara sua complementaridade para a construção do mercado de capitais.<sup>1</sup>

1. Confira-se trecho da Exposição de Motivos da Lei 6.404: “4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade” (Exposição de Motivos, n. 196, disponível in [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)). Vide também a seguinte passagem da exposição de motivos da Lei 6.385: “2. O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas. 3. O projeto de lei das sociedades por ações